

TARTU ÜLIKOOL
SOTSIAALTEADUSTE VALDKOND
ÕIGUSTEADUSKOND
Eraõiguse osakond

Ken Kaarel Gross

**AKTSIATE NOTEERIMISE LÕPETAMISE JA SELLEST
KEELDUMISE ALUSED NING VÄIKEAKTSIONÄRIDE
KAITSEMEETMED**

Magistritöö

Juhendajad
LL.M. Gerd Laub
dr.iur. Irene Kull

Tartu
2019

Sisukord

Sissejuhatus	3
1. Aktsiate noteerimislepingu sõlmimine ja sisu kontroll	10
1.1. Noteerimislepingu sõlmimine ja börsi reglemendi olemus	10
1.2. Lepinguvabaduse piirid noteerimislepingu sisu määramisel	13
1.3. Finantsinspektsiooni kontroll reglemendi sisu ja selle õiguspärasuse üle	18
1.4. Ülesütlemise kui kujundusõiguse kasutamise takistamine.....	21
2. Noteerimise lõpetamise ja sellest keeldumise alused õigushüvede kaitsest lähtudes	26
2.1. Aktsiate vabatahtliku noteerimise lõpetamisest keeldumise alused.....	26
2.1.1. Emitendi motiivid.....	26
2.1.2. Kaitstavad hüved	26
2.2. Aktsiate sunniviisilise noteerimise lõpetamise alused	33
2.2.1. Rollijaotus	33
2.2.2. Kaitstavad hüved	37
2.3. Kaitsevajaduse erinevuse õigustatus	41
3. Väikeaktsionäride kaitsemeetmed	44
3.1. Kaitsemeetmed võrdlusriikides	45
3.1.1. Saksamaa	45
3.1.2. Suurbritannia	50
3.1.3. Singapur	52
3.1.4. Ameerika Ühendriigid.....	56
3.2. Võimalikud kaitsemeetmed Eesti õiguses.....	60
Kokkuvõte	67
Grounds for Termination and Refusal of Termination of Listing of Shares and Protective Measures of Minority Shareholders	72
Kasutatud allikad	77
Kasutatud kirjandus	77
Muu kirjandus	80
Kasutatud normatiivallikad	84
Kasutatud kohtupraktika	86

Sissejuhatus

Aktsiate noteerimise lõpetamisel lõpeb emitendi väärtpaberibörsil ehk börsil noteeritud aktsiatega kauplemine, teisisõnu – aktsiaselts lahku börsilt. Noteerimine on spetsiifiline termin tähistamaks väärtpaberi arvamist börsinimekirja ehk kauplemisele võtmist börsil. Eestis tähendab aktsiate noteerimine aktsiate kauplemisele võtmist Nasdaq Tallinna börsi põhinimekirjas. Noteerimist tuleb eristada väärtpaberi kauplemisele võtmisest börsikorraldaja poolt korraldataval reguleeritud turul, milleks Eestis on Nasdaq Tallinna börsi lisanimekiri.¹ Aktsiate emitendiks nimetatakse aktsiaseltsi, mille aktsiad on kauplemisele võetud börsinimekirjas või börsikorraldaja korraldataval reguleeritud turul.² Käesolevas töös keskendutakse emitentidele, mille aktsiad on kauplemisele võetud börsil ehk arvatud börsinimekirja.

Ajalugu on näidanud, et börsilt lahkumiste laine on otseses seoses majanduse või majandussektorite käekäiguga. Majanduse kõrghetkedel on äriühinguid, kes suunduvad börsile aktsiate avaliku pakkumise kaudu, rohkem kui börsilt lahkuvaid aktsiaseltse, majanduskriiside ajal aga vastupidi. Näiteks Ameerika Ühendriikides jäi börs „internetimulli“ lõhkemisel ilma ligikaudu 2100 emitendist³ ning viimase majanduskriisi tulemusena vähenes emitentide arv 2007. aastast kuni 2012. aastani ligikaudu 1000 võrra.⁴ Ka Euroopas lõpetas aastatel 1995-2005 aktsiate noteerimise üle 25 protsendi emitentidest, milles oma osa oli ka „internetimulli“ lõhkemisel.⁵

¹ Väärtpaberibörsist ja börsikorraldaja poolt korraldatavast reguleeritud turust tuleb eristada omakorda mitmepoolset kauplemissüsteemi (*multilateral trading facility*), milleks Eestis on alternatiivturg First North. Nasdaq Tallinna börsil on lisanimekirja emitentidele leebemad nõuded kui põhinimekirjas kauplemisele võtmisel. Alternatiivturul on eraldi reglement ja oluliselt leebemad nõuded kui põhi- ja lisanimekirja emitentidel. Vt Nasdaq Baltic. Reguleeritud turg või First North?. – <https://nasdaqbaltic.com/et/teenused/noteerimine/reguleeritud-turg-voi-first-north/> (24.04.2019); Nasdaq Baltic. Balti turu struktuur. – <https://nasdaqbaltic.com/et/teenused/kauplemine/balti-turu-struktuur/> (24.04.2019).

² Nasdaq Tallinna börsi reglement. Üldosa. Kehtiv alates 06.10.2014, p-d 2.4.1 ja 2.4.2. – <https://nasdaqbaltic.com/et/teenused/reeglid-ja-oigusaktid/nasdaq-tallinn/> (24.04.2019).

³ Ernst & Young LLP. Looking Behind the Declining Number of Public Companies. An analysis of trends in US capital markets: EY 2017, p 3. – <https://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/ey-an-analysis-of-trends-in-the-us-capital-markets.pdf> (20.04.2019).

⁴ The World Bank. Listed domestic companies, total. – <https://data.worldbank.org/indicator/cm.mkt.ldom.no> (20.04.2019).

⁵ I. Martinez, S. Serve. The Delisting Decision: The Case of Buyout Offer with Squeeze-Out (BOSO). – International Review of Law and Economics, 2011/31(4), p 228.

Põhjuseid börsilt lahkumiseks on mitmeid, kuid õiguskirjanduses on noteerimise lõpetamist jagatud kahte gruppi tulenevalt börsilt lahkumise protsessi algatajast: aktsiate noteerimise lõpetamine võib toimuda vabatahtlikult, millisel juhul aktsiate noteerimise lõpetamise otsuse teeb emitent, või sunniviisiliselt, mis tähendab, et aktsiate noteerimise lõpetamise otsuse teeb börsikorraldaja või väärtpaberituru riiklik järelevalveasutus.⁶ Sunniviisiline aktsiate noteerimise lõpetamine leiab aset, kui emitent rikub börsi reglemendis või õigusaktides sätestatud nõudeid. Vabatahtliku börsilt lahkumise saab omakorda jagada erinevateks alaliikideks lähtuvalt sellest, kas noteerimise lõpetamine on omaette eesmärgiks või mõne muu tehingu tagajärg.⁷ Viimase alla kuuluvad enamjaolt ühinemisest ja omandamisest ning ümberkujundamisest ajendatud börsilt lahkumise juhud, samuti võib aktsiaselts noteerida aktsiad mõnel teisel börsil. Enamjaolt lahkutakse börsilt vabatahtlikult. Aastatel 1999-2013 lõpetati Nasdaq'i Ameerika Ühendriikide börsil emitendi aktsiate noteerimine vabatahtlikult 80,2% juhtudest ning koguni 53,9% börsilt lahkumistest oli tingitud emitendi ühinemisest või omandamisest. Järelevalveasutuste või börsikorraldaja initsiatiivil ehk sunniviisiliselt lahkus börsilt 17,4% emitentidest.⁸ On koguni leitud, et börsilt lahkumine on ülemaailmselt kasvav trend.⁹

Käesolevas töös keskendutakse emitendi aktsiate noteerimise lõpetamise olukorras, kus täidetud pole tingimused väikeaktsionäride aktsiate ülevõtmiseks väärtpaberituru seaduse (VPTS) § 182¹ ja äriseadustiku (ÄS) § 363¹ mõttes (*squeeze-out*) ning emitendi suuraktsionär omab alla 90% aktsiaseltsi aktsiatest.¹⁰ Aktsiaseltsi sundülevõtmisel saab 90% aktsiakapitalist omav aktsionär väikeaktsionäridest vabaneda ilma, et selleks oleks vajalik väikeaktsionäride nõusolek. Kui suuraktsionäri eesmärgiks on börsilt lahkuda ja saavutada aktsiaseltsi üle täielik kontroll, ei ole aktsiate noteerimise lõpetamine keeruline, kuna puuduksid alused noteerimise lõpetamisest keeldumiseks, kui väikeaktsionäridele on tagatud õiglane hüvitis. Küsitav on aga,

⁶ J. Macey, M. O'Hara, D. Pompilio. Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process. – Journal of Law and Economics 2008/51(4). Vabatahtliku ja sunniviisilise aktsiate noteerimise lõpetamise erisusi on rõhutatud just nimetatud artiklis.

⁷ D. Zetzsche. Going Dark Under German Law – Towards an Efficient Regime for Regular Delisting. Heinrich-Heine-University Düsseldorf: Center for Business and Corporate Law Research Paper Series (CBC-RPS) 2013, p 1.

⁸ Distribution of reasons for delistings from the NASDAQ exchange between 1999 and 2013. Statista 2014. – <https://www.statista.com/statistics/294296/nasdaq-delistings-reasons/> (18.03.2019). Vabatahtliku noteerimise lõpetamise alla on autor liigitanud peale tavapärase börsilt lahkumise ka ühinemised ja omandamised, börsi vahetamise (*relisting*) ja liikumise börsivälisele (*over-the-counter*) turgudele.

⁹ B. Fidanza, O. Morresi, A. Pezzi. The Decision to Delist from the Stock Market. Theory and Empirical Evidence of Going Private. Cham: Palgrave Macmillan 2018, p 1.

¹⁰ Väärtpaberituru seadus. – RT I, 19.03.2019, 76; Äriseadustik. – RT I, 28.02.2019, 10.

kuidas peaks toimima olukorras, kus suuraktsionärid ei saa väikeaktsionäride aktsiaid üle võtta (või suuraktsionärid ei tahagi aktsiaid üle võtta) ja neil puudub väikeaktsionäridele aktsiate ostmiseks pakkumise tegemise kohustus. Probleem tõusis Eestis esile seoses Olympic Entertainment Group AS-i (OEG) börsilt lahkumise katsetega, kui esmalt keeldus Tallinna börsi Noteerimis- ja Järelevalvekomisjon OEG aktsiate noteerimise lõpetamisest Balti põhinimekirjas¹¹ ja börsi vahelkohus jättis nimetatud otsuse vaidlustamiseks esitatud hagi rahuldamata.¹² Samas ei ole see Eestis esmakordne sarnane juhtum. 2000ndate alguses keelduti näiteks Sampo/Optiva Panga aktsiate noteerimise lõpetamisest, kuigi pakkuja sai kokku 94% börsiaktsiaseltsi aktsiatest. Samuti, kui Starman 2007. aastal viis läbi ülevõtmispakkumise, oli aktsiaselts veel pärast seda poolteist aastat börsil, sest piisav arv aktsionäre ei müünud oma osalust.¹³ Luterma lahkumisel börsilt vaieldi kahes kohtuastmes selle üle, kas börsilt lahkumisel oleks väikeaktsionäridele pidanud tegema ülevõtmispakkumise.¹⁴

Eestis pole autorile teadaolevalt aktsiate noteerimise lõpetamisega seonduvat problemaatikat uuritud. Arvestades, et maailmas lahkub börsilt aina enam emitente, on teema tähelepanuta jätmine üllatav. Kuigi börsilt lahkub vaid emitent, puudutavad tagajärjed sadu või tuhandeid aktsionäre. Siiaamaani on suurem rõhk õiguskirjanduses olnud ühinemistel ja omandamistel ning börsilt lahkumist nähakse tihtipeale eeltoodud tehingute tagajärjena, mistõttu puuduvad antud teema kohta ka kõikehõlmavad empiirilised uuringud.¹⁵ Autor leiab, et börsilt lahkumist ei saa käsitleda pelgalt aktsiaseltsi ülevõtmise tagajärjena ja millegi iseenesestmõistetavana. Kui ülevõtmispakkumiste regulatsioon on arenenud riikides suhteliselt sarnane ja Euroopa Liidus ühtlustatud, siis aktsiate noteerimise lõpetamise puhul erineb ka Euroopa Liidu siseselt regulatsioon oluliselt. See annab kinnitust, et siiani ei ole sarnasele arusaamale jõutud ka põhimõttelistes küsimustes seoses börsilt lahkumisega, sealhulgas noteerimise lõpetamise

¹¹ Nasdaq Tallinna börsi börsiteade. Nasdaq Tallinna börsi Noteerimis- ja Järelevalvekomisjoni otsus OEG aktsiate noteerimise lõpetamise kohta Balti Põhinimekirjas. – <https://cns.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=842809&messageId=1059887> (18.03.2019).

¹² Nasdaq Tallinna börsi 31.05.2018. a börsiteade. Vahekohtu otsus Olympic Entertainment Group AS-i suhtes. – <https://cns.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=862895&messageId=1085739> (18.03.2019); Nasdaq Tallinna Börsi vahekohtu 09.11.2018. a otsus vahekohtuasjas Olympic Entertainment Group AS hagi Nasdaq Tallinn Aktsiaseltsi vastu otsuse õigusvastasuse ja tühisuse tuvastamiseks ning aktsiate noteerimise lõpetamiseks (koopia autori valduses).

¹³ E. Blumfeldt. Neli tähelepanekut seoses OEG ülevõtmispakkumise kavatsusega. Trinit 20.03.2018. – https://triniti.ee/neli-tahelepanekut-seoses-oeg-ulevotmispakkumise-kavatsusega/?fbclid=IwAR2gSqMgMJJoPCg562SyjgMwDEiL91Y1JkrtLv_KqKEOSecUThbwhIEMdkF4 (14.04.2019).

¹⁴ Harju Maakohtu 09.07.2010. a otsus 2-09-43011; Tallinna Ringkonnakohtu 15.11.2010. a otsus 2-09-43011.

¹⁵ B. Fianza, p 5 (preface).

eeldustes ja selles, kuidas tegeleda börsilt lahkumise tagajärgedega. Kui suur peaks olema väikeaktsionäride sõnaõigus ja kuidas tuleks väikeaktsionäre negatiivsete tagajärgede eest kaitsta – need on põhiküsimused, milles riikide seadusandjate ja börsikorraldajate arusaamad on erinevad. Kui mõnel börsil soositakse emitendi valikuvabadust ning aktsiate noteerimise lõpetamiseks ei seata ülemäära koormavaid takistusi, siis osadel börsidel on emitendi börsilt lahkumine tehtud eriti keeruliseks. Kõneainet on tekitanud ka see, kuidas näevad riigid börsikorraldajate ja väärtpaberituru üle järelevalvet korraldavate asutuste pädevust börsireeglite kehtestamisel ja nende jõustamisel. Kui ühelt poolt leitakse, et börs peaks olema täielikult börsikorraldaja enda kontrolli ja järelevalve all, siis sellise lähenemise oponendid leiavad, et börs peab alluma riiklikule kontrollile. Kõik nimetatud küsimused kerkivad eriti esile just emitendi aktsiate noteerimise lõpetamisel, kuna alati on isikuid, kellele emitendi börsilt lahkumine ei ole meeltemööda ning konfliktid on seetõttu kerged tulema.

Töö eesmärgiks on esiteks välja selgitada õiguslikud alused emitendi aktsiate noteerimise lõpetamisest keeldumiseks. Täpsemalt analüüsitakse, kas aktsiate noteerimise lõpetamisest keeldumine on kooskõlas lepinguõiguse põhimõtetega, kuivõrd börsikorraldaja ja emitendi vahel sõlmitakse eraõiguslik leping aktsiate noteerimiseks. Töö teiseks eesmärgiks on selgitada välja sisulised alused aktsiate noteerimise lõpetamiseks ja sellest keeldumiseks. Sihiks võetakse välja selgitada, millistest õigushüvedest ja kelle huvidest lähtudes mõlemad otsused tehakse ning kes peaks olema otsuse tegijaks. Siinkohal on eesmärk jaotatud kaheks, kuna käsitletakse kaitstavaid õigushüvesid nii vabatahtliku noteerimise lõpetamise takistamisel kui ka sunniviisilisel noteerimise lõpetamisel. Kummagi stsenaariumi kaalutluste eraldi käsitlemine on oluline just järgmise eesmärgi saavutamiseks, milleks on välja selgitada, miks on kaalutlused sunniviisilisel noteerimise lõpetamisel erinevad, võrreldes mõlema stsenaariumi puhul kaitstavaid õigushüvesid. Autor otsib vastust küsimusele, miks on vabatahtliku noteerimise lõpetamise puhul väikeaktsionäride kaitse esmajärguline, kuid sunniviisilisel noteerimise lõpetamisel mitte, ning kas see peaks nii olema. Arvestades, et mõlemal juhul on tagajärjed samad, on väikeaktsionäride erinev kaitstuse tase põhjendatud vaid siis, kui selleks on objektiivsed põhjused. Viimaseks eesmärgiks on pakkuda välja võimalik lahendus väikeaktsionäride kaitsemeetmete rakendamiseks börsilt lahkumisel Eestis, analüüsides kriitiliselt teistes riikides kehtivaid regulatsioone. Seejuures uuritakse, milliseid kaitsemeetmeid tuntakse teistes riikides, milline neist võiks suur- ja väikeaktsionäride huve arvestades olla kõige mõistlikum ning kuidas sobitub kaitsemeede Eesti õigusesse.

Autor käsitleb eeltoodud küsimusi vaid aktsiaemitentide börsilt lahkumise ja börsilt lahkuma sundimise valguses. Töö on piiritletud olukordadega, kus emitendil puudub sundülevõtmiseks vajalikku aktsiakapitali osalust omav aktsionär. Kuigi aktsiate noteerimise lõpetamine käib tihti peale käsikäes aktsiaseltsi ühinemise ja omandamisega ning sellest johtuvalt ülevõtmispakkumisega, on antud töös tegemist vaid ühe võimaliku ajendiga börsilt lahkumiseks. Samas võetakse erinevate uurimisprobleemide käsitlemisel arvesse, et börsilt lahkumine toimub paljudel juhtudel emitendi aktsionäride aktsiate ülevõtmisel ning seetõttu ei saa väärtpaberituru regulatsiooni õigustatust börsilt lahkumise aspektist analüüsida vaakumis, tunnistamata ülevõtmiste olulist rolli börsilt lahkumise põhjusena.

Eelnevast lähtudes on autor püstitanud järgmised hüpoteesid:

- 1) Emitendi aktsiate noteerimise lõpetamise takistamine börsikorraldaja poolt on kooskõlas lepinguõiguse põhimõtetega.
- 2) Aktsionäride kaitsevajadus emitendi aktsiate vabatahtlikul noteerimise lõpetamisel ei ole suurem kui aktsiate sunniviisilisel noteerimise lõpetamisel börsikorraldaja või turujärelevalvet teostava asutuse poolt.
- 3) Kaitsemeetmete puudumisel aktsiate vabatahtliku noteerimise lõpetamise olukorras jäävad väikeaktsionäride huvid piisava kaitseta.

Töö on jaotatud kolmeks peatükiks. Esimeses peatükis keskendutakse noteerimise lõpetamise lepinguõiguslikule õigustatusele, võttes aluseks Eesti õiguse ja Tallinna börsi reglemendi.¹⁶ Esmalt antakse ülevaade noteerimislepingu sõlmimisele eelnevatest etappidest ja noteerimislepingu kohast tsiviilõiguses. Peatükis võetakse käsitlemisele Tallinna börsi reglemendis sätestatud börsikorraldaja õigus aktsiate noteerimise lõpetamiseks, analüüsides sätte kooskõla lepinguvabaduse põhimõttega ja lepingu ülesütlemise kui kujundusõiguse olemusega. Samuti leiab käsitlust Finantsinspektsiooni kui väärtpaberituru üle järelevalvet teostava asutuse rolli õigustatus tsiviilõigusliku suhte kujundamisel.

Teises peatükis antakse esmalt lühiülevaade asjaoludest, mis võivad ajendada emitenti börsilt lahkuma. Peatükis on rõhuasetus aktsiate noteerimise lõpetamise takistamist õigustavate asjaolude analüüsimisel, tuues välja ka vastava otsuse vastuargumente. Kuivõrd hiljuti tegi Tallinna börsi vahet kohus otsuse OEG aktsiate noteerimise lõpetamise vaidluses, leides, et

¹⁶ Nasdaq Tallinna Börsi reglement. Nasdaq Tallinn 2019. – <https://nasdaqbaltic.com/et/teenused/reegliid-ja-oigusaktid/nasdaq-tallinn/> (20.04.2019).

noteerimise lõpetamisest keeldumine oli õigustatud, analüüsib autor noteerimise lõpetamisest keeldumise õigustatust lisaks väärtpaberiturgu reguleerivatele õigusaktidele ka börsi vahekohtu otsuse pinnalt. Vahekohtu otsuses joonistuvad välja olulised kaalutlused, millest lähtudes võib noteerimisest keeldumine olla õigustatud. Peatüki viimases osas teeb autor eelnevalt käsitletud õigushüvede ja kaitse-eesmärkide pinnalt järelduse, mille poolest erinevad kaalutlused vabatahtlikul ja sunniviisilisel noteerimise lõpetamisel ja kas nimetatud stsenaariumite puhul on aktsionäride kaitsevajaduse erinevus õigustatud.

Kolmandas peatükis käsitletakse erinevaid väikeaktsionäride kaitsemeetmeid, mida rakendatakse teistes riikides vabatahtliku aktsiate noteerimise lõpetamise puhul. Analüüsitakse nelja erineva riigi lähenemist väikeaktsionäride kaitsmise küsimuse lahendamisel: Saksamaa, Suurbritannia, Singapur ja Ameerika Ühendriigid. Autor valis välja nimetatud riigid, kuna need esindavad enamlevinud kaitsemeetmeid. Lisaks on kõikide nimetatud riikide regulatsioone teravalt kritiseeritud. Peatükis käsitletakse aktsiate vabatahtliku noteerimise lõpetamise regulatsiooni ning asjakohast kohtupraktikat. Samuti antakse ülevaade, kuidas ja millistel põhjustel on jõutud hetkel kehtiva regulatsioonini ning milline on olnud kriitika erinevate regulatsioonide suhtes. Viimases alapeatükis antakse kokkuvõttev hinnang selle kohta, milline käsitletud kaitsemeetmetest on kõikide osapoolte huve arvestades mõistlikem ning analüüsitakse, kuidas võiks kaitsemeetmeid rakendada Eestis.

Peamise allikana on töös kasutatud väärtpaberiturgu ja ühinguõigust puudutavaid õigusakte, õigusaktide seletuskirju ja kommentaare, eesti- ja võõrkeelset õiguskirjandust, statistilisi ja empiirilisi uuringuid ning kohtupraktikat. Põhilised eestikeelsed töös kasutatud allikad on väärtpaberiturru seaduse erinevad redaktsioonid, seaduste muutmise eelnõu seletuskirjad, Tallinna börsi reglement, Tallinna börsi vahekohtu otsus OEG asjas ning võlaõigusseaduse üld- ja eriosa kommentaarid. Peamised ingliskeelsed allikad on Saksamaa, Suurbritannia, Singapuri ja Ameerika Ühendriikide väärtpaberiturgu reguleerivad õigusaktid, börsi reglemendid ja ettepanekud. Autor toetub samuti suures osas prof. Jonathan R. Macey,¹⁷ prof. Dirk A. Zetsche,¹⁸ prof. Philipp Maume¹⁹ ja Julia Khorti²⁰ artiklitele ja uurimustele.

¹⁷ J. Macey, et al.

¹⁸ D. Zetsche.

¹⁹ P. Maume, The Parting of the Ways: Delisting Under German and UK Law. – European Business Organization Law Review 2015/16(2).

²⁰ J. Khort. Protection of investors in voluntary delisting on the U.S. stock market. Working Paper 2014:4. – Uppsala Faculty of Law 2014, p 8-9.

Töö kirjutamisel on uuritud väärtpaberituru seaduse ja välisriikide regulatsioonide muudatusi ja analüüsitud nende sisu. Kvalitatiivset meetodit on kasutatud aktsiate noteerimise lõpetamisest keeldumise lepinguõigusliku õiguspärasuse ja väikeaktsionäride kaitsevajaduse uurimisel. Uuritakse noteerimislepingu ülesütlemise vastavust lepinguõiguse põhimõtete sisuga ning väikeaktsionäride kaitsevajaduse erinevust tingivaid asjaolusid. Võrdlevat meetodit on kasutatud teises peatükis noteerimise lõpetamisel ja sellest keeldumisel kaitstavate õigushüvede käsitlemisel ning erinevate riikide kaitsemeetmete analüüsimisel. Kaitsemeetmete võrdlemisel käsitletakse Saksamaa, Suurbritannia, Ameerika Ühendriikide ja Singapuri väärtpaberituru regulatsioone ning börside reglemente. Saksamaa ja Ameerika Ühendriikide puhul käsitletakse ka kohtupraktikat.

Autor tänab magistritöö juhendajat Gerd Laubi igakülgse abi ning asjakohaste juhiste andmise eest.

Tööd iseloomustavad märksõnad on: väärtpaberibörs, väärtpaberiturg, aktsiad, noteerimine.

1. Aktsiate noteerimislepingu sõlmimine ja sisu kontroll

1.1. Noteerimislepingu sõlmimine ja börsi reglemendi olemus

Väärtpaberibörsil aktsiaseltsi aktsiate noteerimiseks sõlmitakse noteerimisleping. Kuigi antud magistritöö keskendub aktsiaseltside börsilt lahkumisele, tuleb siiski uurida, kuidas jõutakse noteerimislepingu sõlmimiseni, milline on noteerimislepingu suhe börsi reglemendiga ning kuidas kujuneb noteerimislepingu sisu. Kuna aktsiate noteerimisel sõlmitava lepingu sisu ei kujune tavapäraselt, st kahe lepingupoole läbirääkimiste tulemusel, on oluline käsitleda noteerimislepingu erisusi.

Noteerimislepingu sõlmimisele eelneb põhjalik ettevalmistav etapp, mis eeldab nii emitendi, börsikorraldaja kui ka järelevalve poolset tegutsemist. Mõistagi, on börsile tulekuks vaja aktsionäride tahet ja äriseadustiku nõuetele vastavalt aktsionäride üldkoosoleku otsust, milles võetakse vastu otsus aktsiate noteerimiseks (ÄS § 299 lg 1). Samas pole ka üldkoosoleku pädevus börsile minemise otsustamisel niivõrd selge. Nimelt on äriseadustikus aktsionäride üldkoosoleku pädevus kirja pandud suletud loeteluna (ÄS § 298 lg 1) ning seaduses kompetentsi laiendamine on seega küsitav. Õiguskirjanduses on leitud, et üldjuhul sellest probleeme ei tulene, kuna börsileminekuga kaasneb tavaliselt aktsiate esmane pakkumine, mis omakorda eeldab aktsiakapitali suurendamise otsuse vastuvõtmist üldkoosoleku poolt. Kuna aktsiakapitali suurendamise otsuses tuleb ära näidata ka kapitali suurendamise põhjus, saab ühtlasi hääletada ka aktsiate noteerimise üle. Kui aga börsile minnakse aktsiakapitali suurendamata, on üldkoosoleku otsuse vajalikkus vaieldav.²¹ Kuivõrd aga antud töös keskendutakse aktsiate noteerimise lõpetamisele, siis autor sellel küsimusel pikemalt ei peatu. Pärast vastava otsuse tegemist peab aktsiaselts VPTS § 156 lg 2 kohaselt esitama kirjalik avalduse, noteerimisprospekti ning muud vastava börsi reglemendis ettenähtud andmed ja dokumendid, pärast mida börsikorraldaja edastab noteerimisprospekti omakorda Finantsinspektsioonile, kes avaldab prospekti oma kodulehel. Kui börsikorraldajale on edastatud seaduses ja reglemendis ettenähtud teave, teeb börsikorraldaja noteerimisorgan otsuse aktsiate noteerimise ja kauplemisele võtmise kohta (VPTS § 156 lg 3). Tallinna börsi

²¹ K. Saare, U. Volens, A. Vutt, M. Vutt. Ühinguõigus I. Kapitaliühingud. Tallinn: Juura 2015, lk 392. Üldkoosoleku pädevusele aktsiate noteerimise lõpetamisel peatutakse töö 3. peatükis.

reglemendi kohaselt sõlmitakse positiivse otsuse korral noteerimisleping ja väärtpaberid võetakse kauplemisele.²²

Aktsiate noteerimislepingu poolteks saavad olla vaid järelevalveasutuselt vastava tegevusloa saanud aktsiaseltsid – börsikorraldajad, ning aktsiaseltsid, mis suudavad täita emitendile õigusaktides ja börsi reglemendis aktsiate noteerimiseks sätestatud nõudeid.²³ Kuivõrd Eestis tegutseb vaid üks börsikorraldaja, on noteerimislepingu üheks pooleks alati Nasdaq Tallinn AS. Noteerimislepingu sõlmimise kohustust pole otsesõnu väärtpaberituru seaduses ette nähtud, kuid sellele viidatakse börsi reglemendi kaudu (VPTS 127 lg 1²). Noteerimislepingu sõlmimise kord on sätestatud Nasdaq Tallinna börsi reglemendis, mille järgi on emitendil kohustus sõlmida leping väärtpaberite noteerimiseks viie päeva jooksul noteerimisotsuse tegemise päevast. Noteerimisleping peab seejuures sätestama ka emitendi kohustuse täita börsi reglemendi sätteid ning börs ei alusta emitendi väärtpaberitega kauplemist enne, kui leping aktsiate noteerimiseks on sõlmitud.²⁴

Aktsiate noteerimisleping on tsiviilõiguslik leping börsikorraldaja ja emitendi vahel, mille eesmärgiks on reguleerida börsikorraldaja ja emitendi õiguseid ja kohustusi aktsiate noteerimisel ja kauplemisele võtmisel. Noteerimisleping vastab kõige paremini võlaõigusseaduse käsunduslepingu tunnustele. Seda on leidnud ka Tallinna börsi vahekohus OEG kaasuses. Noteerimislepinguga kohustub börsikorraldaja vastavalt lepingule osutama emitendile reglemendis sätestatud teenuseid, mille eest emitent maksab börsikorraldajale tasu vastavat börsikorraldaja kehtestatud hinnakirjale.²⁵ Noteerimissuhe pole suunatud konkreetse tulemuse saavutamisele ning börsikorraldaja osutab emitendile noteerimise ja kauplemise korraldamise teenust vastavalt õigusaktides ja börsikorraldaja reglemendis sätestatud nõuetele, mida võib nimetada käsundisaaja hoolsuskohustust sisustavateks standarditeks (VÕS § 620 lg 1).

Seadus ei sätesta otsesõnu nõudeid noteerimislepingule, vaid kujundab lepingulist suhet läbi reglemendi, mille kehtestamine on börsikorraldajale kohustuslik (VPTS §§ 127 lg 1 ja 153). Reglementi käsitletakse kui noteerimislepingu tüüptingimusi, mis sätestavad reeglid turul

²² Nasdaq Tallinna Börsi reglement. Väärtpaberite noteerimismõuded. Kehtiv alates 17.10.2017, p 2. – <https://www.nasdaqbaltic.com/files/baltic/NN-17-10-2017-est-clean1.pdf> (18.03.2019).

²³ VPTS § 150 lg 2 koosmõjus §-ga 120; VPTS § 132 lg 1¹.

²⁴ Väärtpaberite noteerimismõuded, p 2.9.

²⁵ Tallinna börsi vahekohtu otsus OEG asjas, p 50.

osalemise, väärtpaberi turule kauplemisele võtmise ja tehingute tegemise ning täitmise kohta (VPTS § 127 lg-d 1 ja 1²). Seadus näeb reglemendile ette nii mahu- kui ka sisunõuded – VPTS § 127 lg 2 sätestab minimaalselt reglemendis nõutu ning § 127 lg 1² seab reglemendile teatud kvaliteedistandardi, mis tähendab, et reglemendi rakendamine peab tagama turu läbipaistvuse ja tõhusa toimimise. Börsikorraldaja võib seejuures reglemendis sätestada ka seaduses nimetatud reeglid või tingimused.²⁶

Reglemendi vastavus seaduses sätestatud nõuetele pole jäetud pelgalt börsikorraldaja otsustada. Kuigi vastavalt VPTS § 128 lg-le 1 on reglemendi muutmine börsikorraldaja ühepoolne õigus, tuleb siiski reglemendi projekt koos muudatuste selgitustega ja hinnanguga nende mõju kohta turul osalejatele ning turu toimimisele esitada kooskõlastamiseks Finantsinspeksioonile (VPTS 128 lg 2). Seejuures on Finantsinspeksioonil õigus keelduda reglemendi muudatuste kooskõlastamisest, kui reglemendi muudatused on vastuolus õigusaktidega, ebamõistlikult kahjustavad, vastuolulised, eksitavad või mittetäielikud või kui nende rakendamine ei taga küllaldaselt investorite, emitentide või turul osalejate huvide kaitset (VPTS § 128 lg 5). VPTS § 128 lg 5, mis sellise õiguse Finantsinspeksioonile ette näeb, on seega oluline täiendus VPTS § 127 lg 1² alapunktidele, mis on küllaltki üldsõnalised. Kui eelnimetatud säte näeb ette, et reglement peab tagama turu läbipaistvuse ja tõhusa toimimise läbi selle, et investoritele, turul osalejatele ja avalikkusele antakse võimalikult kiiresti õiget teavet turul toimuva kohta ja tehingud täidetakse tõhusalt, siis VPTS § 128 lg-ga 5 lisatakse täpsustavad tingimused, millele reglement peab vastama. Kuigi ka VPTS § 127 lg-s 1² sätestatud tingimused on kaitsetagatiseks investoritele, emitentidele ja turul osalejatele, võimaldab VPTS § 128 lg 5 reglemendi kooskõlastamisel lähtuda nimetatud osapoolte huvidest kõige üldisemas mõttes, võttes arvesse ka muid tegureid kui turu läbipaistvus ja tõhusus. Seega, kui reglemendile sätestatud nõuded tagavad pigem turu korrapärasust ja õiglast toimimist, siis reglemendi kooskõlastamisel on Finantsinspeksiooni pädevusesse antud osapoolte huvide kaitse igakülgne hindamine, sh börsile sisenemise ja börsilt väljumise õiguspärasuse kaalumise. Käesoleva töö kontekstis võib Finantsinspeksioon näiteks keelduda reglemendi kooskõlastamisest juhul, kui reglement näeb emitendi vabatahtlikul aktsiate noteerimise lõpetamisel ette emitendi huvisid liigselt riivavad tingimused, samas kui reglemendile esitatavad tingimused VPTS § 127 lg 1² mõttes ei kaitse emitenti selliste tingimuste sätestamise eest.

²⁶ Tulenevalt § 127 lg 2 lahtisest loetelust, millele viitab sõna „vähemalt“.

Kuigi VPTS § 128 kohaldub seaduse sõnastuse järgi reglemendi muutmisele, oleks siiski põhjendamatu, kui samu õiguseid poleks Finantsinspeksioonile tagatud ka börsi reglemendi esmasel kooskõlastamisel, st börsikorraldaja poolt tegevusloa taotlemisel. VPTS § 121 lg 2 sätestab, et reguleeritud turu korraldaja tegevusloa taotlemisel tuleb esitada mh VPTS §-s 127 nimetatud (ja sättes kehtestatud nõuetele vastav) reglemendi projekt. Finantsinspeksiooni õigus hinnata reglementi VPTS § 127 lg-s 1² sätestatud tingimustest on tuletatav VPTS § 122 lg 1 p-st 1, mille järgi Finantsinspeksioon võib keelduda tegevusloa andmisest, kui esitatud andmed või dokumendid (reglement) ei vasta VPTS-is sätestatud nõuetele, samuti kui need on ebaõiged, eksitavad või mittetäielikud. Eksitavuse ja mittetäielikkuse hindamine on seejuures Finantsinspeksiooni õigus ka VPTS § 128 lg 5 järgi.

1.2. Lepinguvabaduse piirid noteerimislepingu sisu määramisel

Börsikorraldaja õigus noteerimislepingu lõpetamisest keelduda tuleneb väärtpaberituruseaduse ja börsi reglemendi koostoimest. VPTS § 127 lg 1 kohustab turu korraldajat kehtestama reeglid turul osalemise, väärtpaberi kauplemisele võtmise ja tehingute tegemise ning täitmise kohta – reglement. Kuna VPTS § 150 lg 2 alusel kohaldatakse börsile ja börsikorraldajale turu ja selle korraldaja kohta sätestatud, laienevad kohustus ka börsikorraldajale. VPTS § 153 lg 1 p 1 järgi peab börsi reglement lisaks § 127 lg-s 2 turu reglemendi sisunõuetele sätestama väärtpaberite noteerimise lõpetamise alused. Nasdaq Tallinna börsi reglemendi kohaselt on noteerimisorganil õigus lõpetada emitendi aktsiate noteerimine börsil emitendi kirjaliku taotluse alusel, kui aktsionäride üldkoosolekul on vastu võetud sellekohane otsus.²⁷ Üldkoosoleku otsuse vastuvõtmise osas pole seaduses ega reglemendis sätestatud eritingimusi ning seega on otsus noteerimise lõpetamiseks vastu võetud, kui selle poolt on antud üle poole üldkoosolekul esindatud häälest, kui seaduse või põhikirjaga ei ole ette nähtud suurema häälteenamuse nõuet (ÄS § 299 lg 1).

Emitendi aktsiate noteerimise lõpetamise taotluse rahuldamine pole aga sugugi formaalsus, nagu seda on ka näidanud OEG juhtum, milles esmalt Tallinna börsi Noteerimis- ja Järelevalvekomisjon keeldus OEG aktsiate noteerimise lõpetamisest Balti põhinimekirjas ja börsi vahelkohus jättis nimetatud otsuse vaidlustamiseks esitatud hagi rahuldamata.

²⁷ Väärtpaberite noteerimisnõuded, p 13.1.1.

Noteerimisorgani otsus tehti tuginedes asjaolule, et noteerimise lõpetamine kahjustaks oluliselt investorite huve.²⁸ Noteerimisorgani õigus keelduda noteerimise lõpetamisest tõstatab küsimuse, kas sellise õiguse sätestamine ületab lepinguvabaduse piire või on muul viisil õiguspäratu.

Lepinguvabaduse põhimõte tuleneb Eesti Vabariigi Põhiseadusest (PS) ning tähendab seda, et isikutel on vabadus valida, kas ja kellega leping sõlmitakse (sõlmimisvabadus) ja millise sisuga leping sõlmitakse (sisuvabadus). Lepinguvabaduse põhimõtet tuleneb PS §-st 19 (vabale eneseteostusõigus), PS-st § 31 (ettevõtlusvabadus) ja PS-st § 32 (omandiõigus). PS § 19 lg 2 järgi tuleb lepinguvabaduse teostamisel austada teiste inimeste õigusi ja vabadusi ning järgida seadust.²⁹ Käesoleva uurimisküsimuse raames tõusetub küsimus sellest, kas noteerimislepingus ettenähtud säte, mis lubab noteerimisorganil keelduda emitendi aktsiate noteerimise lõpetamisest, läheb vastuollu lepingu sisu määramise õigusega, mistõttu tuleb küsida, kas nimetatud õiguse sätestamine on kooskõlas seadusega. Seejuures seadusest tulenev keeld ei pea olema kirja pandud otsesõnu, vaid võib olla tuletatav ka tõlgendamise teel.³⁰ Esiteks tuleks kindlaks teha, kas isegi juhul, kui seaduse kohaselt võib börsikorraldaja sätestada reglemendis õiguseid ja kohustusi, mida seaduses pole nimetatud, ulatub seaduse volitus ka emitendi börsilt lahkumise takistamisele. Siinkohal tuleks teha tagasivaade aega, mil kehtivat seadust välja töötati, et aru saada, kuidas seadusandja tänast olukorda näeb.

Veel kuni 02.01.2018 kehtinud väärtpaberituru seaduse erinevate redaktsioonide kohaselt oli börsikorraldajal VPTS § 136 lg 2 kohaselt õigus emitendi avalduse alusel väärtpaberite noteerimine lõpetada, kui emitent on korraldaja suhtes nõuetekohaselt täitnud kõik õigusaktide ja reglemendi alusel tekkinud kohustused.³¹ Samuti nägi varasemalt kehtinud VPTS § 136 lg 3 ette, et väärtpaberitega tehingute tegemise peatamine või lõpetamine ei tohi põhjustada investoritele olulist kahju või oluliselt kahjustada turu korrapärast toimimist. 03.01.2018. a jõustunud väärtpaberituru seaduse muutmise ja sellega seonduvalt teiste seaduste muutmise seadusega tunnistati kehtetuks VPTS § 136 lg 2 ja muudeti § 136 lg 3 sõnastust.³² Seadusandja

²⁸ Nasdaq Tallinna börsi 31.05.2018. a börsiteade.

²⁹ I. Kull, M. Käerdi, V. Kõve. Võlaõigus I. Üldosa. Tallinn: Juura 2004, lk 51.

³⁰ Ibid, lk 58.

³¹ Varasemalt oli õigus sätestatud VPTS § 137 lg 2 all, kuid 19.11.2007. aastal MiFID I direktiivi ülevõtmisel sätestati õigus § 136 lg 2 all.

³² Väärtpaberituru seaduse muutmise ja sellega seonduvalt teiste seaduste muutmise seadus. – RT I, 30.12.2017, 3, § 1 lg 1 p 199 ja 200. Lisaks muudeti ka muid § 136 alalõikeid ja -punkte, mis antud töös pole olulised.

selles osas läbiviidud muudatused tehti finantsinstrumentide turgude direktiivi (MiFID II) ülevõtmiseks.³³ Vastavalt väärtpaberituru seaduse muutmise ja sellega seonduvalt teiste seaduste muutmise seaduse eelnõu seletuskirjale (VPTS-i seletuskiri) kavatseti VPTS § 136 lg 2 kehtetuks tunnistada põhjusel, et selle õiguse saab kehtestada reglemendiga ning nimetatud säte on pigem kokkuleppeline kauplemise lõpetamine, millest ei saa keelduda, kui emitent on seda taotlenud ja täitnud reglemendist tulenevad eeltingimused.³⁴ Kuigi väärtpaberituru seaduse muutmise ja sellega seonduvalt teiste seaduste muutmise seadusega tunnistati kehtetuks § 148 lg 3, mis sätestas, et korraldajal on õigus reglemendis sätestada oma õigused järelevalve teostamisel lisaks õigusaktides sätestatule, pole muudatuse eesmärk olnud piirata börsikorraldaja õigust sätestada seaduses nimetatud õigusi. VPTS-i seletuskirjas on muudatuse tagamaid selgitatud sellega, et reglement kujutab endast lepingutingimusi ning täiendavate õiguste lisamise võimalus tuleneb lepinguvabaduse põhimõttest.³⁵ Täiendavalt lisati, et muud VPTS §-s 136 nimetatud alused kauplemise peatamiseks või lõpetamiseks ei ole kokkuleppelised, vaid suunatud teatud probleemi kiirele lahendamisele korraldaja ühepoolse otsuse alusel (nt turu korra- või õiguspärase toimimise ohustamise vältimine).³⁶ Seadusemuudatuse eesmärgiks oli seega kitsendada VPTS § 136 kohaldamisala üksnes juhtudele, mil noteerimise lõpetamine on sunniviisiline ning jätta vabatahtliku noteerimise lõpetamise juhtumid emitendi ja börsikorraldaja omavahelise lepingulise suhte raamidesse. Ka VPTS-i seletuskirjas on selgitatud, et sellisel kujul vastab VPTS § 136 paremini MiFID II art 52(1) sätestatule, kuna sättes kasutatud termin „*removal*“ viitab kauplemiselt kõrvaldamisele.³⁷ Kuivõrd VPTS § 136 lg 2 tunnistati kehtetuks, ja vabatahtliku noteerimise lõpetamise reguleerimine on olnud seadusandja selge tahe, ei oma paratamatult õiguslikku jõudu ka VPTS § 136 lg 3, mis keelab väärtpaberitega kauplemise peatamise ja lõpetamise, kui see põhjustab olulist kahju investorite huvidele või ohustab turu korrapärast toimimist.

³³ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2014/65/EL finantsturuiinstrumentide turgude kohta. – ELT L 173/349, 12.06.2014.

³⁴ Seletuskiri väärtpaberituru seaduse muutmise ja sellega seonduvalt teiste seaduste muutmise seaduse eelnõu juurde (507 SE), lk 115. – <https://www.riigikogu.ee/tegevus/eelnoud/eelnou/0780bcbb-1cbe-4cc7-bf3a-20ffd1a730b4/V%C3%A4%C3%A4rtpaberituru%20seaduse%20ja%20sellega%20seonduvalt%20teiste%20seaduste%20muutmise%20seadus> (26.03.2019).

³⁵ Ibid, lk 121-122.

³⁶ Ibid, lk 115. VPTS § 161 lg 1 p 5 näeb ette börsikorraldaja õiguse lõpetada väärtpaberite noteerimine või väärtpaberitega kauplemine, kuid seda loomulikult juhul kui emitent on rikkunud reglemendis või seaduses sätestatud nõuded. Samuti tulenevad alused noteerimise lõpetamiseks VPTS § 136 lg-st 1, lubades täiendavalt peatada või lõpetada väärtpaberite noteerimine, kui kaubeldav väärtpaber ei vasta reglemendi nõuetele, seda tehakse investorite huvide kaitseks või sellega välditakse turu korra- või õiguspärase toimimise ohustamist. Ka VPTS § 136 lg 3, mis keelab börsikorraldajal teatud juhtudel aktsiate noteerimise lõpetamise, on sätestatud juhuks, kui emitent sunnitakse börsilt lahkuma.

³⁷ Ibid, lk 115.

Kahtlemata on VPTS § 136 lg 2 ja § 148 lg 3 kehtetuks tunnistamisega selginenud börsikorraldaja ja inspeksiooni rollid reglemendi sisu üle otsustamise osas. Kui varasemalt korraldaja VPTS § 136 lg-ga 2 ja § 148 lg-ga 3 turu korraldaja õigust sätestada seaduses mitte sisalduvaid turu korraldaja õigusi, siis kehtiva seaduse loogika tugineb sellele, et VPTS § 127 lg-s 2 nimetatud reglemendi miinimumsisu on lahtine loetelu ja seetõttu on sama põhimõtte dubleerimine teistes sätetes tarbetu. Lisaks ei anna seaduses vastava õiguse sätestamine emitendile täiendavat õiguskindlust, kui turu korraldaja õigused tulenevad lisaks seadusele nii või teisiti reglemendist.³⁸ VPTS-i seletuskiri soosib, või isegi eeldab, korraldaja õigust sätestada reglement ka osas, mida seadus otseselt ette ei kirjuta ning reglemendi õiguspärasus tagatakse inspeksiooni järelkontrolli kaudu. Ka VPTS-i seletuskiri viitas VPTS § 128 lg-le 5, mis tasakaalustab lepinguvabaduse põhimõtet ja tagab turu korraldaja poolt kehtestatud reglemendi osas inspeksioonile reglemendi mõistlikkuse osas nõ viimase sõna õiguse.³⁹

Eelnevast lähtudes võib järeldada, et börsikorraldaja võib reglemendis aktsiate noteerimise lõpetamiseks ette näha ka seaduses nimetatud tingimusi, kuna selliste olukordade reguleerimine ei tohiks olla seaduse eesmärk. Lisaks on VPTS § 127 lg 2 lahtine loetelu börsi reglemendi sisunõuetest ning seega pole börsikorraldaja õigus emitendi aktsiate noteerimise lõpetamisest keeldumiseks väärtpaberiturus seaduses otsesõnu keelatud. VPTS § 127 lg 2 järgi peab turu reglement mh sätestama väärtpaberi kauplemisele võtmise, kauplemise peatamise ja kauplemise lõpetamise alused, tingimused ning korra. Täiendavalt börsi reglement VPTS § 153 alusel sätestama mh väärtpaberite noteerimise ja selle lõpetamise alused, tingimused ja korra. Milline on aga aktsiate vabatahtliku noteerimise lõpetamise kord, on börsikorraldaja otsustada. Seda toetab asjaolu, et noteerimise lõpetamise seaduses nimetatud alused on sätestatud vaid juhtudeks, mil börsilt lahkumine ei toimu emitendi algatusel. Seadus ei sätesta seega noteerimise vabatahtlikul lõpetamisel börsikorraldajale ühtegi kohustust või keeldu. Selline lähenemine toetab seadusandja üldist poolehoidu börsikorraldaja enese- või iseregulatsiooni osas, eelkõige, mis puudutab börsikorraldaja kohustust viia iseseisvalt läbi turujärelevalvet.⁴⁰ Kuigi 2018. aastal kadus seaduse redaktsiooniga VPTS § 126, mis rõhutas

³⁸ VPTS-i seletuskiri, lk 122. Seaduse muudatusega tunnistati kehtetuks ka näiteks § 142 lg 5, mis kordas korraldaja õigust täiendada reglementi. Säte nägi korraldajale ette õiguse reglemendis sätestada täiendavad andmed või täpsustada andmeid, mida turul kaubeldava väärtpaberi emitent peab edastama korraldajale.

³⁹ Ibid, lk 122.

⁴⁰ Ibid, lk 105.

iseregulatsiooni põhimõtet, oli sätte kehtetuks tunnistamise eesmärgiks korduste vältimine, kuna vastav põhimõte joonistub välja ka teistes sätetes.⁴¹ Seda enam aga tekitab küsimusi VPTS §-d 160 ja 161, mis näevad börsikorraldajale ette teatud lepinguliste õiguskaitsevahendite kasutamise võimalused. Siin sekkub seadusandja oluliselt jällegi lepingulisse suhtesse, kuid selle eesmärk on iseenesest arusaadav, kuna see võib ennetada börsikorraldaja ja emitendi vahelisi vaidlusi, juhul kui emitent pole rakendatavate õiguskaitsevahenditega nõus. Nimetatud sätted ei piira ka kuidagi börsikorraldaja õigust reglemendis noteerimise lõpetamisega nõustumiseks lisatingimusi seada, kuivõrd VPTS §-s 161 nimetatud õiguskaitsevahendid on kasutatavad lepingurikkumise puhul. Kui emitent soovib börsilt lahkuda, pole aga tegemist temapoolse lepingu rikkumisega, vaid ülesütlemisega.

Eelnevast lähtudes tuleb jõuda järeldusele, et noteerimislepingu lõpetamisest keeldumise õiguse sätestamine börsi reglemendis on kooskõlas lepinguvabaduse põhimõttega, kuna seadusandja pole soovinud seadusemuudatustega välistada vastavat börsikorraldaja vastavat õigust. Samas jääb arusaamatuks, miks on seadusandja otsustanud kaotada VPTS § 136 lg 2, mis annab börsikorraldajale õiguse noteerimislepingu lõpetamisest keelduda, arvestades, et vaatamata seadusandja soovile aina vähem reguleerida börsikorraldaja ja emitendi vahelist lepingulist suhet, on siiski ka kehtivas seaduses säilitatud mitmed börsikorraldaja lepingulisi õigusi sätestavad normid.⁴² Kui seadusandja on otsustanud väärtpaberituru seadusesse jätta emitendi olulisemad lepingulised õigused, siis kõik noteerimise lõpetamisega seonduv on kahtlemata aktsionäride jaoks niivõrd olulise tähtsusega, et võiks praeguse seaduse loogika alusel olla ka seaduses reguleeritud. Puudub põhjendus, miks peaks börsikorraldaja õigus VPTS § 161 lg 1 p 1 alusel nõuda emitendilt leppetrahvi olema olulisem seadusega sätestatud õiguskaitsevahend kui börsikorraldaja õigus keelduda aktsiate noteerimise lõpetamisest. Kuigi kokkuvõttes ei muudaks vastav seadusemuudatus börsikorraldaja õigust keelduda aktsiate noteerimise lõpetamisest vähem või rohkem lepinguvabaduse piiridega kooskõlas olevaks, annaks vastav sätte börsikorraldajale garantii lepingutingimuse kasutamise lubatavuses osas, nii nagu seda teevad teised väärtpaberituru seaduse sätted, mis börsikorraldajale lepingulisi õigusi ette näevad.

⁴¹ VPTS-i seletuskiri, lk 105. VPTS § 126 kordab juba § 148 lg-tes 1 ja 2 sätestatut.

⁴² VPTS § 136 lg 1 p-d 1, 2, 4 on kasutatavad meetmed reglemendi ja ühtlasi ka noteerimislepingu rikkumisel, VPTS § 161 sätestab samuti lepingulised õiguskaitsevahendid.

1.3. Finantsinspektsiooni kontroll reglemendi sisu ja selle õiguspärasuse üle

Küsimuse alla võib siiski seada, kas noteerimise lõpetamisest keeldumise õiguse sätestamine noteerimislepingus on põhjendatud. Nagu ka eelnevalt välja toodud, on noteerimisleping ja sellele esitatavad sisunõuded sätestatud väärtpaberituruseaduse ja börsi reglemendi kui noteerimislepingu tüüptingimustele esitatavate nõuete kaudu. Kontrolli reglemendi sisu ja selle õiguspärasuse üle teostab aga Finantsinspektsioon, mille ülesandeks on veenduda, et täidetud oleks seaduses esitatud kohustavad ja keelavad nõuded ning ei rikutaks muid seaduses sätestamata, kuid sellegi poolest olulisi kaitsetagatisi. Seetõttu tuleb reglemendile esitatavate nõuete sisustamisel lähtuda eelkõige VPTS § 128 lg-s 5 sätestatud alustest, mis lubavad Finantsinspektsioonil keelduda reglemendi kooskõlastamisest, kui reglemendi muudatused on vastuolus õigusaktidega, ebamõistlikult kahjustavad, vastuolulised, eksitavad või mittetäielikud või kui nende rakendamine ei taga küllaldaselt investorite, emitentide või turul osalejate huvide kaitset.

Kuivõrd VPTS § 127 lg 3 kohaselt ei kohaldata reglemendi suhtes VÕS §-s 42 ebamõistlikult kahjustavate tüüptingimuste kohta sätestatud, on emitendi õiguslik positsioon sätte ebamõistlikkusele tuginemisel suhteliselt nõrk. VPTS § 128 lg 5 alusel on õigus otsustada reglemendi tingimuste ebamõistlikkuse üle jäetud Finantsinspektsioonile, kes peaks tagama muuhulgas emitentide lepingulise kaitse. VÕS § 42 järgsed ebamõistlikult kahjustavate tüüptingimuste sätted ei kohaldu seega otse, vaid Finantsinspektsiooni kaudu, kes võib lähtuda omakorda VÕS §-s 42 sätestatud, arvestades lepingu eripära. Samas ka VPTS-i seletuskirjas leiti, et kuigi eraõigusliku lepingu haldusõiguslik kontrollimine on praktikas toimunud, vajaks selle põhjendatus ja õiguspärasus täiendavat analüüsi.⁴³

Hetkeregulatsioonis näeb autor mitmeid probleeme. Juhul kui Finantsinspektsiooni on börsi reglemendi heaks kiitnud, on emitent oluliselt halvemas positsioonis ka börsi noteerimisorgani otsuse vaidlustamisel. Kuivõrd seadusandja on soovinud aktsiate vabatahtliku noteerimise lõpetamise korra jätta osapoolte lepingulisse suhtesse, on ka vaidluste lahendamise korraldamine jäetud börsikorraldaja otsustada. Tallinna börsi reglemendi järgi on aktsiate noteerimise taotluse lõpetamise rahuldamata jätmisel emitendil õigus noteerimisorgani otsust vaidlustada börsi vahekohtus.⁴⁴ Kui Finantsinspektsioon on reglemendi eelnevalt heaks kiitnud,

⁴³ VPTS-i seletuskiri, lk 108.

⁴⁴ Väärtpaberite noteerimise nõuded, p 13.6.

võivad emitendi võimalused noteerimisorgani otsuse ümber pööramiseks olla väiksed, sest reglemendi tingimused on hinnatud mõistlikuks. Sarnane probleem on välja toodud VPTS-i seletuskirjas kauplemisele võtmisest keeldumise otsuse puhul. Ka siis, kuigi vaidlustamisõigus tuleneb seadusest (VPTS § 133), on aktsiate noteerimise taotlejal õigus vaidlustada keelduvat otsust ning tekib küsimus, kas korraldajat on võimalik kohtu kaudu sundida väärtpaberit kauplemisele võtma, kui ta on teinud vastava otsuse kooskõlastatud reglemendi põhjal.⁴⁵ Seejuures mõlemal menetlusel on ka sarnaseid nõudeid. Kui aktsiate noteerimise lõpetamisel peab arvesse võtma investorite huve ja turu korrapärasuse säilitamist, siis ka aktsiate kauplemisele võtmisel tuleb hinnata, kas emitendi majanduslik, õiguslik või muu olukord seab ohtu investorite huvide kaitstuse ja nende õiglase ja ühetaolise kohtlemise.⁴⁶ Kui tegemist on numbriliste nõuetega, siis võiks leida, et Finantsinspeksiooni kooskõlastus on siduv, kuna sellisel juhul ei saa tekkida reglemendi tõlgendamisel mitmeti mõistetavusi. Kui reglement näeb ette hinnangulise nõude, siis tekib küsimus, kas asjaolu, et Finantsinspeksioon on reglemendile andnud heakskiidu, tähendab ka seda, et aktsepteeritakse ka börsikorraldaja diskretsiooniõigust reglemendi sätte kohaldamisel. Juhul, kui kooskõlastus katab ka viimast, on emitendil oluliselt keerulisem näidata, et eelnevalt mõistlikuks hinnatud sätet on valesti kohaldatud. Selle tagajärjel võib tekkida aga olukord, milles mõistlikku sätet kohaldatakse viisil, mil see muutub emitendi suhtes ebamõistlikuks. Seega muutub küsitavaks Finantsinspeksiooni roll reglemendis noteerimise lõpetamise kohta käivate sätete heakskiitmisel. Kui Finantsinspeksioon annab kooskõlastuse sättele, mille järgi börsikorraldaja võib keelduda aktsiate noteerimise lõpetamisest, kui sellega seatakse ohtu investorite huvid või turu korrapärane toimimine, antakse börsikorraldajale üsna lai tõlgendusruum. Finantsinspeksioon ei näe ka selles arvatavasti probleemi, kui börsikorraldaja käitub pigem väikeaktsionäre kaitsval viisil. Kui aga börsikorraldaja lubab emitendil lahkuda väikeaktsionäre kahjustaval viisil, Finantsinspeksiooni käed samuti seotud, kuna eelnevalt on reglement heaks kiidetud. Kusjuures Finantsinspeksioonil pole õigust vabatahtlikku aktsiate noteerimise lõpetamist takistada ka VPTS § 136 lg 5 alusel, kuna sätte kohaldu vaid siis, kui noteerimine lõpetatakse börsikorraldaja algatusel.⁴⁷ Samal põhjusel ei kohaldu ka VPTS § 136 lg 3, mis keelab börsikorraldajal aktsiate noteerimise lõpetamise, kui see kahjustab investorite huve või turu korrapärasust toimimist. Seetõttu võib reglemendi sätte osutada kahjulikuks lisaks emitendile ka

⁴⁵ VPTS-i seletuskiri, lk 123.

⁴⁶ Väärtpaberite noteerimisnõuded, p 5.1.3.

⁴⁷ VPTS-i seletuskiri, lk 115.

väikeaktsionäride suhtes ning Finantsinspeksiooni praegune roll on seetõttu küsitav, kuna jätab börsikorraldajale liiga palju tõlgendamisvabadust.

Mis puudutab Finantsinspeksiooni sekkumise õiguspärasust lepingupoolte suhtesse, siis autor ei näe selles probleemi, kuna arvestades seadusandja suunda börsikorraldaja iseregulatsiooni poole, on vaja olla kindel, et ohus poleks aktsionäride huvid ja turu korrapärane toimimine. Kuna börsikorraldaja suhtes teostab järelevalvet nii kui nii Finantsinspeksioon,⁴⁸ siis on igati mõistlikum kooskõlastada reglement enne selle kasutuselevõtmist, mitte likvideerida hilisemaid puudusi ettekirjutuste ja trahvide abiga.

Õigusselgus tuleks saavutada ka selles osas, kas seadusega on kooskõlas noteerimislepingu ülesütlemise eeldusena aktsionäride üldkoosoleku otsuse heakskiidu saamine. Õiguskirjanduses on leitud, et vaatamata vastava kohtupraktika puudumisele lähtub ka Eesti aktsiaseltsiõigus üldtunnustatud aktsionäride kaitsepõhimõttest ning Eesti õiguse järgi pole seega välistatud, et üldkoosoleku heakskiit on nõutav aktsionäride huve märkimisväärselt riivavates küsimustes.⁴⁹ Tallinna börsi vahetuskohas tõstatas sama küsimuse, kaheldes kas noteerimise lõpetamise taotluse esitamise sõltuvusse seadmine üldkoosoleku otsusega on kooskõlas ÄS § 298 lg-ga 1, mis sätestab üldkoosoleku pädevuse suletud loeteluna.⁵⁰ ÄS § 298 lg 2 alusel võib üldkoosolek seaduse sätestamata pädevust laiendada vaid juhatuse või nõukogu nõudel. OEG kaasuse puhul tehtigi otsus nõukogu ettepanekul, kuid see ei lahenda küsimust reglemendi üldkoosoleku nõude õiguspärasusest.⁵¹ Seda enam, et VPTS § 128 lg 5 kohaselt peab Finantsinspeksioon veenduma, et reglement ei oleks vastuolus õigusaktidega. Kuna Finantsinspeksioon on reglemendi aga heaks kiitnud, võib arvata, et vaidluste korral reglemendi sätte kehtivuse osas leiaks kohus, et tegemist on eelnevalt viidatud erandliku olukorraga, kus üldkoosoleku aktsept on nõutav. Pigem oleks siiski seadusega paremini kooskõlas säte, mis kohustaks juhatust või nõukogu ÄS § 298 lg 2 järgi nõudma aktsionäridelt üldkoosoleku otsuse vastuvõtmist seoses noteerimise lõpetamisega. Sisuliselt see tulemit ei muudaks, kuid sellisel juhul ei mindaks otseselt vastuollu ÄS § 298 lg 1 p-s 9 sätestatud piiranguga, mille kohaselt üldkoosoleku ettemääratud pädevust saab laiendada vaid seaduse alusel.

⁴⁸ VPTS § 8.

⁴⁹ K. Saare et al, lk 392.

⁵⁰ Tallinna börsi vahetuskohu otsus OEG asjas, p 105.

⁵¹ Olympic Entertainment Group AS üldkoosoleku protokoll ja otsused. Tallinn 28.05.2018, päevakorra punkt 5. – http://www.olympic-casino.com/investorile/aktsionaride_korralised_uldkoosolekud (19.04.2019).

1.4. Ülesütleamise kui kujundusõiguse kasutamise takistamine

Noteerimislepingu lõpetamise takistamine põrkub ka lepinguõiguses tuntud kujundusõiguse põhimõttega. Noteerimislepingu puhul on tegemist tähtajatu kestvuslepinguga, mille korralise lõpetamise kord on sätestatud reglemendis. Tallinna Börsi reglemendis on aktsiaemitendi taotlusel noteerimise lõpetamise eelduseks kirjaliku taotluse esitamine ja sellekohane aktsionäride üldkoosoleku otsus.⁵² Kuigi säte ei kõnele otseselt lepingu lõpetamisest, vaid emitendi väärtpaberite noteerimise lõpetamisest, on siiski tegemist noteerimislepingu ülesütleamise korda sätestava klausliga, kuna on keeruline konstrueerida olukorda, milles lepingu täitmine jätkub teatud ulatuses ka pärast väärtpaberite noteerimise lõpetamist.

Lepingu- ja ühinguõiguslikust vaatenurgast on tingimused noteerimislepingu lõpetamiseks osaliselt kooskõlas lepingu lõpetamise eeldustega. Emitendipoolne kirjalik taotlus on käsitatav ülesütleamisavaldusena (VÕS § 195 lg 1) ning aktsionäride üldkoosoleku otsus annab emitendi juhatusle või nõukogule lepingu ülesütleamisavalduse esitamiseks vajaliku esindusõiguse.⁵³ Problemaatiliseks muudab noteerimislepingu lõpetamise protsessi Nasdaq Tallinna Börsi reglemendi säte, mis näeb noteerimisorganile ette õiguse keelduda taotluse rahuldamisest, kui komisjon leiab, et noteerimise lõpetamine kahjustaks oluliselt investorite huve või turu korrapärast toimimist.⁵⁴ Kuigi formaalselt võib näida, et emitendil on ühepoolne õigus aktsiate noteerimine lõpetada, on emitendi õigus selles osas oluliselt piiratud ning sisuliselt on tegemist lepingupoolte kokkuleppelise lepingu lõpetamisega. Sama on leidnud OEG kaasuses börsi vahetuskohas, lisades, et piiratud on ka emitendi õigust lepingu erakorraliseks ülesütlemiseks.⁵⁵ Kuivõrd lepingu ülesütleamise näol on tegemist kujundusõigusega, mille kasutamise eelduseks on ühe poole, st emitendi tahteavaldus,⁵⁶ tõusetub küsimus, kas ülesütleamise sõltuvusse seadmine teise lepingupoolle nõustumusest on kooskõlas ülesütleamise kui kujundusõiguse olemusega.

⁵² Väärtpaberite noteerimismäärused, p 13.1.1.

⁵³ ÄS ja VPTS ei nõua, et noteerimise lõpetamise otsus oleks vastu võetud üldkoosolekul, kuid selle tingimuse seab reglement.

⁵⁴ Väärtpaberite noteerimismäärused, p 13.1.2. "Noteerimisorgan" ja "Komisjon" on Nasdaq Tallinna Börsil ühes isikus - Nasdaq Tallinna börsi Noteerimis- ja Järelevalvekomisjon.

⁵⁵ Tallinna börsi vahetuskohu otsus OEG asjas, p 58.1.

⁵⁶ I. Kull et al. Võlaõigus I, lk 315.

Tallinna börsi vahetuskohas leidis OEG asjas, et noteerimislepingu ülesütlemisele on sätestatud väärtpaberituruse seaduse ja Tallinna börsi reglemendi alusel erikord, mis pole seadusega vastuolus, kui emitendile on tagatud efektiivne kord lepingu lõpetamise saavutamiseks.⁵⁷ Kuna emitendil on võimalik noteerimisorgani otsust börsi vahetuskohas vaidlustada, siis on sellega tagatud ka tõhus võimalus noteerimise lõpetamiseks ja noteerimislepingu lõpetamiseks.⁵⁸ Samas leiti, et noteerimisorgan ei või keelduda noteerimislepingu lõpetamisest, kui VÕS § 631 kohaselt ei või kõiki asjaolusid arvesse võttes ja mõlema lepingupoole huvisid kaaludes oodata, et emitent jätkaks lepingu täitmist, sest vastupidine ei oleks kooskõlas ka hea usu põhimõttega.⁵⁹ Vahetuskohas otsusest nähtub seega, et emitenti võib sundida noteerimislepingut täitma, kui seda tehakse investorite huvide ja turu korrapärase toimimise kaitsmiseks ning see on kooskõlas hea usu põhimõttega. Samas pole kohas põhjendanud, kuidas läheb ülesütlemise piiramine kokku lepinguõiguses tuntud kujundusõiguse olemusega.

Korralise ülesütlemise idee on see, et lepingu pooled seovad end tähtajatu lepingu sõlmimisega seni, kuni nad on lepingu jätkamisest huvitatud. Kui ühel poolel lepingu jätkamise huvi puudub, oleks ebaproportsionaalne, kui pool ei saaks ennast tähtajatust lepingust vabastada.⁶⁰ Kuigi eelpool toodud seisukoht on käsitatav üldreeglina, esineb ka erandlikke olukordi, mil korralisele ülesütlemisele on sätestatud piirangud, sh kuni selleni, et ülesütlemise võimalus on välistatud. Seadustes on sätestatud mitmeid juhtumeid, millal üks lepingupool ei saa sõltumata lepingu tähtajast seda korraliselt üles öelda. VÕS § 772 lg-st 3 tulenevalt ei saa tervishoiuteenuse osutaja lepingut mõjuva põhjuseta üles öelda. Sideteenuse lepingu ülesütlemine sideettevõtja poolt peaks olema välistatud elektroonilise side seaduse § 100 lg 2 alusel.⁶¹ Eelnimetatud juhtudel kaitstakse teenuse kasutaja elulisi huve, kuna tänapäeval on peaaegu võimatu hakkama saada maksekonto või sideteenusteta, ning mõeldamatu oleks olukord, kus arst lõpetaks eluohtlikus seisundis inimese ravimise mõjuva põhjuseta.⁶² Lepingu korraline ülesütlemine on samuti oluliselt piiratud, kui tegemist on lepinguga, mille sõlmimine on kohustuslik, eelkõige kui lepingu pooleks on turgu valitsevat seisundit omav ettevõtte.⁶³ Seadus ei näe ette ka

⁵⁷ Tallinna börsi vahetuskohas otsus OEG asjas, p 58.2, 66.1.

⁵⁸ Ibid, p 61.

⁵⁹ Tallinna börsi vahetuskohas otsus OEG asjas, p 66.1.

⁶⁰ P. Varul et al (koost). Võlaõigusseadus I. Üldosa (§§ 1-207). Komm vlj. Tallinn: Juura 2016, lk 955.

⁶¹ Ibid, lk 955-966.

⁶² Ibid, lk 955.

⁶³ Ibid, lk 955-956; Konkurentsiseadus. – RT I, 13.03.2019, 92. § 16 lg 6 järgi on põhjendamatu keeldumine kauba müümisest või ostmisest ning § 18 lg 1 kohustab olulist vahendit omava ettevõtjat on lubama teisele ettevõtjale

tööandjale võimalust tähtajatut töölepingut mõjuva põhjuseta, st korraliselt üles öelda.⁶⁴ Eelpool toodud juhtumeid ühendab asjaolu, et lepingu ülesütlemise on välistatud nende lepingupoolte jaoks, kes on teise lepingupoole suhtes teatud võimupositsioonil ning teine lepingupool sõltub oluliselt esimesest. Emitendi ja börsikorraldaja vahelises suhte puhul on, eriti riikides, kus tegutseb üks börsikorraldaja, monopoolses ja võimu omavas positsioonis paratamatult börsikorraldaja, mitte emitent. Kui piiratakse emitendi õigust noteerimislepingu ülesütlemiseks, on tegemist aga vastupidise olukorraga, milles lepingulisest suhtest vabanemine tehakse keerulisemaks hoopis monopoolse aktsiaseltsiga lepingu sõlminud aktsiaseltsile. Samuti ei ole börsil kaubeldavate aktsiate omamine aktsionäride jaoks elulise tähtsusega, nagu näiteks sideteenuse või arstiabi saamine.

Ülaltoodust ei saa siiski automaatselt järeldada, et emitendi õigus noteerimislepingu ülesütlemisele peaks olema absoluutne pelgalt börsikorraldaja monopoolse seisundi tõttu. Seadusandja soov ülesütlemise õiguse välistamisel on olnud kaitsta isikuid, kelle hüvesid lepingu põhjendamatu lõppemine ebaõiglaselt kahjustaks. Kohasem võiks seega olla ülesütlemise lubamatust hinnata mitte lepingupoolte võimupositsioonist, vaid ülesütlemise keelu kaitsealast, ehk kelle huvides keelav säte kehtestatud on. Noteerimislepingu ülesütlemise ja emitendi aktsiate noteerimise lõpetamise takistamise eesmärgiks on samuti kaitsta teatud huvigruppi, kelle õigusi lepingu lõpetamine enim riivab – aktsionäre ja väärtpaberituru osalisi üldiselt. Börsikorraldaja ja emitendi vaheline suhe on selles osas oluliselt erinev eelnevalt välja toodutest. Elektroonilise side seadus kaitseb teenuse kasutaja huve ning seaduse kaitsealasse ei jää näiteks teenuse kasutaja osanikud, aktsionärid või muud teenuse kasutajast sõltuvad isikud.⁶⁵ Konkurentsiseaduse vastava keelu kaitseala pole samuti laiendatud teenuse kasutaja või kauba ostja tegevusest mõjutatud isikutele ning seaduse üldine eesmärk pole samuti suunatud aktsiaseltsi klientide kaitsele, vaid konkurentsi säilitamisele.⁶⁶ Töölepingu seaduse alusel kaitstakse töölepingu korralise ülesütlemise välistamisel töötajat tööandja omavoli eest ning kuigi paratamatult on tööst ilma jäämisel tagajärjed ka töötaja lähedastele, siis keelu eesmärgiks on esmajoones siiski töötaja kaitsmine. Börsikorraldaja ja emitendi vahelise suhte puhul kaitstakse emitendi asemel hoopis emitendi aktsionäre ja korrapärast turu toimimist.

mõistlikel ja mittediskrimineerivatel tingimustel juurdepääsu võrgustikule, infrastruktuurile või muule olulisele vahendile kaupadega varustamise või nende müügi eesmärgil.

⁶⁴ Töölepingu seadus, § 85 lg 5. – RT I, 13.03.2019, 173.

⁶⁵ Elektroonilise side seadus¹, § 1 lg 1 – RT I, 22.05.2018, 3.

⁶⁶ Konkurentsiseadus, § 1 lg 1.

Nimelt on väärtpaberituru seaduse üks olulisemaid eesmärke tagada investorite kaitse⁶⁷, seda nii teabe avalikustamise, prospekti koostamise, ülevõtmispakkumise tegemise, reglemendi koostamise ja muudeks tegevusteks kohustamise kaudu. Seejuures seadus peab eriliselt kaitsma väikeaktsionäridest mittekutselisi investoreid, kelle positsioon on kutselistest investoritest oluliselt ebasoodsam.⁶⁸ Siiski teeb noteerimislepingu analoogsetest lepingu ülesütlemise piirangutest erinevaks aga asjaolu, et lepingu ülesütlemise (emitendi poolt) kord pole sätestatud seaduses ning seega võiks küsida, kas väärtpaberituru seaduse kaitseala peaks laienema ka noteerimislepingule. Kuivõrd aga noteerimislepingu kohustuslikuks osaks on reglement, mille sätestamise kohustus tuleneb seadusest, leiab autor, et reglement peab kandma endas paratamatult samu põhimõtteid ja eesmärke ning noteerimislepingu sätete õigustatust tuleb vaadelda koos väärtpaberituru seaduse sätetega. Lähtudes seaduse kaitsealast, millesse kahtlemata aktsionärid kuuluvad, on ülesütlemise takistamine igati õigustatud, arvestades, et sarnased keelunormid teistes seadustes on kehtestatud kaitsmaks isikuid, kelle õigused korralise ülesütlemisega enim kahjustatud saaksid ning kelle huvide kaitsmine on lepingu lahutamatuks eesmärgiks. Seda enam, et VPTS § 136 lg 3 alusel emitendi aktsiate sunniviisilisel noteerimise lõpetamisel peab börsikorraldaja arvestama samuti investorite huvide kaitsmise ja turu korrapärase toimimise tagamisega.

Mõnevõrra vastuoluline on VPTS-i seletuskiri, milles ühelt poolt leitakse, et emitendi avalduse alusel noteerimise lõpetamise puhul on tegemist pigem kokkuleppelise kauplemise lõpetamisega, mis viitab noteerimislepingu ühepoolse ülesütlemise võimatusele. Teisalt nenditi, et noteerimise lõpetamisest ei saa keelduda, kui emitent on seda taotlenud ja täitnud reglemendist tulenevad eeltingimused.⁶⁹ Selline seisukoht ütleks justkui, et emitendipoolne noteerimislepingu ülesütlemine on siiski võimalik ning börsikorraldaja võib ülesütlemisest keelduda vaid juhul, kui emitent pole täitnud tingimusi taotluse esitamiseks (mitte noteerimise lõpetamiseks), kuivõrd eelnõus kasutatakse sõna „eeltingimus“. Eelnõu sõnastusest jääb seega mulje, et emitendil peaks enne noteerimislepingu ülesütlemist olema teada kõik kohustuslikud tingimused, mis on eelduseks aktsiate edukaks noteerimise lõpetamiseks. Kuna Tallinna börsi reglemendi kohaselt on noteerimisorganil pärast emitendi taotluse saamist õigus keelduda

⁶⁷ VPTS-i seletuskiri, lk 1 ja 5.

⁶⁸ Ibid, lk 3.

⁶⁹ VPTS-i seletuskiri, lk 115.

noteerimise lõpetamisest ning võimalikud keeldumise alused väga üldsõnalised,⁷⁰ puudub emitendil võimalus veenduda selles, et taotluse esitamiseks on täidetud noteerimise lõpetamise eeltingimused. Eeltingimusena võiksid kõne alla tulla näiteks kõrgendatud nõuded aktsionäride üldkoosoleku otsusele või ülevõtmispakkumisele sarnane õiglase hinna hüvitamise kohustus.⁷¹ Sellisel juhul võiks leida, et noteerimislepingu ülesütlemine emitendi poolt on võimalik ka ühepoolse tahteavalduse tegemisel, kuivõrd tingimused tuleb täita enne lepingu ülesütlemise avalduse esitamist, minnes seetõttu paremini kokku kujundusõiguse olemusega. Samas tuleb Tallinna börsil lähtuda börsi reglemendist, kus ei ole noteerimislepingu tulemuslik lõpetamine seotud eeltingimuste täitmisega ning emitendi taotluse rahuldamine ei sõltu VPTS-i seletuskirjas arvatust. Õigusjõu annab reglemendile ikkagi Finantsinspektsiooni heakskiit.

Eeltoodust tulenevalt on autor seisukohal, et kuigi noteerimislepingu ühepoolne ülesütlemine on välistatud, pole selline lahendus siiski lepinguõiguses tuntud kujundusõiguse olemusega vastuolus, kuna analoogset piirangut tuntakse ka muudes lepingulistest suhetes ning ülesütlemise piiramisel on oluline seadusest tulenev eesmärk. Kuigi autor leiab, et noteerimislepingu ülesütlemise takistamine ei ole vastuolus lepinguõiguse põhimõtetega, ei anna see vastust küsimusele, millal noteerimise lõpetamisest keeldumine on õigustatud. Otsustamaks aktsiate noteerimise lõpetamisest keeldumise õigustatuse üle, tuleb käsitleda kaalutlusi, mis selle keeldumise otsuseni viivad.

⁷⁰ Väärtpaberite noteerimisnõuded, p 13.1.2. Noteerimisorgan võib keelduda, kui noteerimise lõpetamine kahjustaks oluliselt investorite huve või turu korrapärast toimimist.

⁷¹ Täpsemalt käsitletakse võimalusi 3. peatükis.

2. Noteerimise lõpetamise ja sellest keeldumise alused õigushüvede kaitsest lähtudes

2.1. Aktsiate vabatahtliku noteerimise lõpetamisest keeldumise alused

2.1.1. Emitendi motiivid

Vabatahtliku noteerimise lõpetamine leiab aset, kui noteerimise lõpetamine on initsieeritud emitendi poolt.⁷² Põhjuseid, miks aktsiaseltsid börsilt lahkuvad, tuleb vaadelda koos ajenditega börsile minekuks, kuivõrd börsilt lahkumisel tuleb arvesse võtta ka börsil olemisega saadavaid hüvesid. Otsustus, kas lahkuda börsilt või mitte, taandub mõlema variandi kulude ja tulude omavahelise võrdlusele. Näiteks, kas börsil saavutatav aktsiate likviidsus kaalub üles kulud, mida aktsiaselts võib kanda seoses aktsiaseltsi üle kontrolli kaotamisega.⁷³ Esiteks nõuab suuri rahalisi väljaminekuid aktsiate esmane avalik pakkumine. Sellel lisanduvad emitendi otsesed kulud seoses börsikorraldaja kehtestatud teenusetasudega ning kaudsed kulud, mis tulenevad emitendi teabe avaldamise ja aruandluse koostamise kohustusest. Lisaks veel tegevuskulud seoses konfliktide lahendamisega juhatuse ja aktsionäride või suur- ja väikeaktsionäride vahel.⁷⁴ Rolli võib mängida ka suur avalikkuse kriitika, mis on suunatud börsiaktsiaseltsidele.⁷⁵ Aktsiate vabatahtlik noteerimise lõpetamine võib samuti aset leida aktsiaseltsi likvideerimise või teisele reguleeritud või reguleerimata turule minekul.⁷⁶ Enamjaolt lõpetatakse aktsiate noteerimine siiski emitentide ühinemiste ja omandamiste tõttu.

2.1.2. Kaitstavad hüved

Ettevõtte aktsiate noteerimise lõpetamise takistamine on börsikorraldaja või väärtpaberituru järelevalvet teostava asutuse poolt kasutatav meede juhuks, kui emitent otsustab lahkuda börsilt vabatahtlikult, kuid selle tagajärjed on aktsiaseltsi aktsionäride või turu korrapärase toimimise

⁷² I. Martinez, S. Serve. Reasons for Delisting and Consequences: A Literature Review and Research Agenda. – Journal of Economic Surveys 2016/31(3), p 737.

⁷³ S. T. Bharath, A. K. Dittmar. Why Do Firms Use Private Equity to Opt Out of Public Markets? – The Review of Financial Studies 2010/23(5), p 1772.

⁷⁴ I. Martinez, S. Serve (2016), p 740.

⁷⁵ T. Farris. "Going Dark" – The Simple Path to Exiting the U.S. Public Company Reporting System – Delisting and Deregistration under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 Update. – Dorsey & Whitney LLP 2013. – <https://www.dorsey.com/newsresources/publications/2013/01/going-dark--the-simple-path-to-exiting-the-us-pu> (02.04.2019).

⁷⁶ J. Macey, p 689.

suhtes niivõrd kahjustavad, et aktsionäride ja turu kaitset pole võimalik tagada muud moodi, kui keelduda emitendi aktsiate noteerimisest. Eestis pole Finantsinspektsioonil seadusest tulenevat õigust keelata või sundida börsikorraldajat keelama emitendil börsilt lahkuda, kuigi VPTS § 136 lg 5 alusel on võimalik teha vastupidist, st teha börsikorraldajale ettekirjutus aktsiate noteerimise lõpetamiseks. Eelnevast peatükist selgus, et börsikorraldaja-poolne õigus keelduda aktsiate noteerimise lõpetamisest tuleneb reglemendist. Tallinna börsi reglement näeb börsikorraldajale ette võimaluse keelduda aktsiate noteerimise lõpetamise taotlusest juhul, kui noteerimise lõpetamine kahjustaks oluliselt investorite huve või turu korrapärast toimimist.⁷⁷

Investorite huvide kaitset tuleb sisustada läbi hüvede, mida börs investoritele pakub. Kui börsikorraldaja otsustab takistada emitendi lahkumist reguleeritud turul, on selle põhjuseks asjaolu, et aktsionärid jäävad ilma hüvedest, mis kaasnevad börsiaktiaseltsi aktsiate omamisega. Kõige olulisemaks majanduslikuks teguriks aktsiaid omava investori jaoks on loomulikult aktsia hind, mis määrab omakorda selle, kui kasumlikuks või kahjumlikuks üks või teine investeering osutub. Aktsia hinna kujunemise juures on seejuures oluline roll aktsia likviidsusel, st kui kiiresti on turul võimalik aktsiaid osta või müüa. Aktsia hinna languse teooria on lihtne. Kui aktiaselts otsustab aktsiate noteerimise lõpetada, puudub aktsionäridel võimalus tulevikus börsil aktsiad müüa, üritades seetõttu võimalikult kiiresti neist vabaneda, seejuures madala hinna eest.⁷⁸ Likviidsuse ja aktsia hinna omavaheline sõltuvus on midagi, mille üle ei käi ka põhimõttelist vaidlust ning erinevates uurimistes on korduvalt leitud, et likviidsus on aktsia hinna üks olulisemaid mõjureid.⁷⁹ Näiteks on leitud, et aktsiate noteerimise lõpetamise otsusest teavitamine langetas aktsia hinda New Yorgi (NYSE) ja AMEX börsidel keskmiselt 8,5 protsenti.⁸⁰ Samuti näitavad empiirilised uuringud, et peaaegu identsete väärtpaberite hind on märkimisväärselt erinev, olenevalt sellest, kas väärtpaber on likviidne või mitte.⁸¹ Seega

⁷⁷ Väärtpaberite noteerimismõõded, p 13.1.2.

⁷⁸ P. Maume, p 260.

⁷⁹ F. A. Longstaff. Optimal Portfolio Choice and the Valuation of Illiquid Securities. – The Review of Financial Studies 2001/14(2), p 408.

⁸⁰ G. C. Sanger. J. D. Peterson. An Empirical Analysis of Common Stock Delistings. – The Journal of Financial and Quantitative Analysis 1990/25(2), p 261. AMEX on NYSE õigusjärglane.

⁸¹ Vt nt Y. Amihud, H. Mendelson. Liquidity, Maturity, and the Yields on U.S. Treasury Securities. – The Journal of Finance 1991/46(4), p 1411-1425. Autorid defineerisid identsetena USA Treasury võlakirjad, millel olid samad tagasimaksmiskuupäevad ning leidsid, et vähem likviidsete võlakirjade hind oli madalal kui likviidsematel võlakirjadel. Sarnaste tulemuste osas vt A. Kamara. Liquidity, Taxes, and Short-Term Treasury Yields. – Journal of Financial and Quantitative Analysis 2009/29(3), p 403-417; W. L. Silber. Discounts on Restricted Stock: The Impact of Illiquidity on Stock Prices. – Financial Analysts Journal, 1991/47(4), p 60-64.

ostetakse aktsiate puhul paljuskki ka likviidsust. Aktsiate madal likviidsus toob aga kaasa riski, et investor ei saa vajadusel oma aktsiatest vabaneda.⁸²

Üheks põhjuseks, miks Tallinna börsi vahekohus leidis, et aktsiate noteerimise lõpetamisest keeldumine oli õigustatud, puudutas samuti aktsia hinda. Nimelt, kuna Eestis puudub börsilt lahkumisel emitentidel aktsiate õiglase hinna hüvitamise kohustus, puudus väikeaktsionäridel võimalus kontrollivale aktsionärile enda aktsiaid siduvalt müüa. Kuigi kontrolliv aktsionär avaldas kavatsust ülejäänud aktsiad üle võtta, polnud see kavatsus õiguslikult tagatud. Vahekohus leidis, et OEG aktsiate noteerimise lõpetamine vähendanuks ilmselgelt aktsionäride võimalusi oma aktsiaid (õiglase hinna eest) müüa ja pannuks nad määramatusse seisu ootama aktsiate ülevõtmist, mis võinuks ka tulemata jääda. Lisaks kinnitas vahekohus juba tuntud tõde, et börsiaktsiaseltsi aktsionäridel on paremad võimalused aktsiate müümiseks ja eelduslikult ka soodsama hinna saamiseks.⁸³

Teine oluline hüve, mida börs pakub, on teabe kättesaadavus. Kuna igal börsil kehtivad emitentidele nõuded, mis kohustavad neid avalikustama aktsiaseltsi kohta igakülgset teavet, on investoritel aktsiad ostes ja müües võimalik teha informeeritud otsuseid. Samuti välistab see (eeldusel, et täidetakse ettenähtud reegleid) olukorra, milles osa investoritest on rohkem informeeritud kui teised ning teevad eelist ära kasutades enesele kasulikke tehinguid. See tagab ka omakorda turu läbipaistvuse ja usaldusväärsuse, kuivõrd avalikkus saab kindel olla selles, et kõik turul tehtud investeerimisotsused tehakse avalikkusele kättesaadava teabe, mitte siseteabe põhjal. Suurem usaldusväärsus tagab ka omakorda täpsema hinna ja likviidsuse ning soosib eriti väikeinvestoreid, kes peaksid teabe otsimise peale kulutama palju aega ja raha.⁸⁴ Teabe avaldamise kohustus aitab paljastada ja ennetada ka aktsiaseltsi juhatuse liikmete hämaraid ja isikliku kasu nimel tehtud tehinguid.⁸⁵ Teabe avaldamise kohustuse olulisust on rõhutatud ka VPTS-i seletuskirjas, milles leiti, et tänapäeval on kauplemisskohtade rohkuse tõttu kauplemiteave eriti killustunud ning seetõttu on mittekutselised oluliselt halvemas seisus kui kutselised investorid, kelle kasutuses on vajalik tehnoloogia turgude erinevuste ärakasutamiseks.⁸⁶ Teabe avaldamise kohustuse olulisust rõhutas nii Tallinna börsi Noteerimis-

⁸² F. A. Longstaff, p 408.

⁸³ Tallinna börsi vahekohtu otsus OEG asjas, p 101.3.

⁸⁴ Z. Goshen. G. Parchomovsky. The Essential Role of Securities Regulation. – Duke Law Journal 2006/55(4), p 715.

⁸⁵ Ibid, p 718.

⁸⁶ VPTS-i seletuskiri, lk 4.

ja Järelevalvekomisjon, kui ka Tallinna börsi vahekohus, pidades seda antud kaasuse asjaolusid arvesse võttes kaalukamaiks argumendiks.⁸⁷ Komisjon ja vahekohus pidasid oluliseks näiteks seda, et ülevõtmispakkumist ei võtnud vastu ligikaudu kolmandik väikeaktsionäridest, kelle jaoks teabe avalikustamine ja väärtpaberite avalik kaubeldavas omab investeerimisotsuste tegemisel suurt rolli.⁸⁸ Seega kaudselt hinnati ka väikeaktsionäride meelsust börsilt lahkumise otsuse vastu. Olulist rolli otsuses mängisid ka OEG tulevikuplaanid, kuna ülevõtja ja OEG olid kavatsenud mitmeid huvide konflikti olukorras tehtavaid emitendi vara väärtust mõjutada võivaid tehinguid ning seetõttu on äärmiselt oluline tagada nende tehingute osas läbipaistvus, st investorite võrdne kohtlemine ja informeeritus.⁸⁹ Arvestades plaanitavaid tehinguid ning nende aktsionäridele, pidas vahekohus vajalikuks lisada, et emitendi börsile jätmist õigustab asjaolu, et börsiaktiaseltsidele kehtivad laialdasemad ja reglementeeritud teavitamiskohustused. Kohus viitas muuhulgas VPTS § 127 lg-le 1¹ ja § 148 lg-tele 1 ja 5, mis kohustavad börsiaktiaseltsi järgima ulatuslikku teavitamiskohustust, samas kui noteerimata aktiaseltsis saab aktsionär ÄS § 287 järgi teavet vaid üldkoosolekul. Börsiaktiaselts peab aga aktsionäridele suuremas mahus, kiiremini ja võrdsetel alustel jagama teavet seltsi tegevuse ja plaanide kohta.⁹⁰ Lisaks antud kaasuse eripärast tulenevatele põhjendustele õigustas Komisjon otsust ka üldlevinud väärtpaberituru põhimõtetele tuginedes. Näiteks viidati IOSCO väljatöötatud dokumendile,⁹¹ milles on rõhutatud väärtpaberituru läbipaistvuse tagamise olulisust, mis on omakorda samastatav investorite piisava informeeritusega. Lisaks sõltub investorite kaitsest, turu läbipaistvusest ja õiguskindlusest börsi ja kogu Eesti väärtpaberituru usaldusväärsus.⁹²

Aktsiate noteerimise lõpetamise takistamisel ei saa siiski silmas pidada vaid väikeaktsionäride, vaid ka suuraktsionäride ja emitendi huve. Viimase kahe huvid langevad enamjaolt siiski kokku, kuivõrd emitent on börsilt lahkuda sooviva kontrolliva(te) suuraktsionäri(de) mõju all. Millal peaks kaalukeel ühe või teise osapoole kasuks langema, on poolte huvide kaalumise

⁸⁷ Kohus võttis arvesse, et OEG võetakse Odyssey Group AS (ülevõtja) poolt üle, misjärel kavatakse aktiaseltsis ühendada. Samuti kavatseti OEG Lätis registreeritud tütarühing võõrandada. Vt Tallinna börsi vahekohtu otsus OEG asjas, p 103.

⁸⁸ Ibid, p 99; Tallinna börsi Noteerimis- ja Järelevalvekomisjon, p-d 5-7.

⁸⁹ Tallinna börsi vahekohtu otsus, p 99; Tallinna börsi Noteerimis- ja Järelevalvekomisjon, p 8.

⁹⁰ Ibid, p 103.

⁹¹ Objectives and Principles of Securities Regulation. International Organization of Securities Commissions 2017. – <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf> (16.04.2019).

⁹² Tallinna börsi vahekohtu otsus, p 99; Tallinna börsi Noteerimis- ja Järelevalvekomisjon, p-d 2, 11.

küsimus ning matemaatiline valem selle küsimuse lahendamiseks puudub.⁹³ Väikeaktsionäride kaitse lahendamise küsimus on kahe teraga mõök. Liigne kaitse võib takistada emitendi efektiivset toimimist ning anda aktsiaseltsi väikeaktsionäride kontrolli emitendi üle. Lisaks võivad karmid reeglid teha börsilemineku vähematraktiivseks või vähemalt panema emitente otsustama teiste börside kasuks.⁹⁴

OEG asjas leidis vahekohus, et emitendi ja suuraktsionäri huvid ei kaalu üles väikeaktsionäride huve. Vahekohus kinnitas Komisjoni seisukohta, mille kohaselt emitendi finantskoormuse vähendamine ja kulude kokkuvõtteid ei õigusta noteerimise lõpetamist ega kaalu üles emitentidele kehtivat avalikustamiskohustust.⁹⁵ Seejuures võttis kohus arvesse avalikkuse käes olevaid aktsiat osakaalu (*free float*), mis antud juhul oli üle 10%, ning väikeaktsionäride arvu, mis oli 1397. Vahekohus ei pidanud samuti oluliseks, kui likviidsed on emitendi aktsiad ning pidas määravaks väikeaktsionäride arvu, nendele kuuluvate aktsiate osakaalu ja mahu kombinatsiooni.⁹⁶ Lisaks pole suuraktsionäride huvid kahjustatud seetõttu, et emitent saab noteerimise lõpetamise taotluse esitada pärast ülejäänud aktsiate omandamist börsil ning sellisel juhul noteerimisorganil puuduks alus taotluse rahuldumata jätmiseks.⁹⁷ Väikeaktsionäride ulatusliku kaitse toetuseks toodi samuti välja asjaolu, et suuraktsionär saab oma õigusi realiseerida läbi aktsiatest tuleneva häälteenamuse.⁹⁸ Kokkuvõttes jõudis vahekohus sellise lahenduseni kõikide osapoolte huve kaaludes, leides, et noteerimise lõpetamisest keeldumist õigustavad antud asja spetsiifilised asjaolud – emitendi kavatses olevad tehingud ja sellekohase teabe tagamine väikeaktsionäridele, väikeaktsionäre paljususe ning siduva ja õiglase hinnaga aktsiate müümise võimaluse puudus. Vahekohus rõhutas, et aktsiaseltsi börsilt lahkumise eelduseks ei ole alati aktsiate ülevõtmine aktsionäri poolt, kuid selle tingisid antud asjaolud.⁹⁹

⁹³ S. L. Rosenberry. Listing and Delisting Securities on the New York Stock Exchange. – Virginia Law Review 1959/45(6), p 899.

⁹⁴ P. Maume, p 260.

⁹⁵ Tallinna börsi vahekohtu otsus, p 104.1; Tallinna börsi Noteerimis- ja Järelevalvekomisjon, p 8.

⁹⁶ Tallinna börsi vahekohtu otsus OEG asjas, p 104, 104.1.

⁹⁷ Ibid, p 104.2.

⁹⁸ Ibid, p 104.3.

⁹⁹ Tallinna börsi vahekohtu otsus OEG asjas, p 104.4. Kahte otsustavat tegurit, õiglase kontrollitava hinnaga aktsiate ülevõtmine ja aktsiate enamusaktsionäridele siduva müügi võimaluse puudumine, analüüsib autor 3. peatükis.

Tallinna börsi reglemendi alusel on börsikorraldajal alternatiivselt võimalus keelduda aktsiate noteerimise lõpetamisest, kui see kahjustaks turu korrapärast toimimist.¹⁰⁰ Vahekohus ei käsitlenud seejuures, kas turu korrapärane toimimine saaks OEG aktsiate noteerimise lõpetamisel kahjustatud, kuna täidetud oli esimene eeldus investorite huvide kahjustamise näol.¹⁰¹ Küll aga heitis kohus noteerimisorganile ette, et viimane võis olla samastanud investorite huvide kaitse turu korrapärasuse kaitsega, mida aga kindlasti teha ei tohiks. Lisaks märgiti, et turu korrapärase toimimise ohustamist ei saa kasutada ettekäändena börsikorraldaja äriliste eesmärkide kaitsmiseks.¹⁰²

Turu korrapärase toimimise mõiste (*orderly functioning of the market*) võeti väärtpaberituruseadusesse 2007. aastal Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiivi 2004/39/EÜ ülevõtmisel.¹⁰³ Samas tuntakse reguleeritud turgudel sama põhimõtet erinevates sõnastustes üle maailma. Vahekohtu ja Komisjoni otsusest nähtub, et investorite huvisid ja turu korrapärast toimimist võib olla keeruline üksteisest eristada. Samas on kaitstav hüve kummagi puhul oluliselt erinev ning pigem on keeruline keelduda aktsiate noteerimise lõpetamisest just sellel alusel. Ka autorile teadaolevalt pole turu korrapärase toimimise tagamise põhjusel Tallinna börsil aktsiate noteerimise lõpetamisest keeldutud.

Turu korrapärasuse tagamisega kaitstakse börsil tehingute sujuvat läbiviimist ja usaldusväärset börsi suhtes. IOSCO väljatöötatud dokumendis on välja toodud 4 turu korrapärasust iseloomustavat kriteeriumit,¹⁰⁴ mis kajastuvad ka väärtpaberituruseaduses. Esiteks, turul peavad kehtima reeglid, mis keelavad ja kohustavad turuosalisi. Teiseks, turul peavad olema sätestatud protseduur, kuidas toimitakse seisakute ja häiringute puhul. Selle eelduseks on omakorda pädev turu korraldaja pädevus ning vajalike tehniliste lahenduste väljatöötamine. Kolmandaks, turu korraldaja üle tuleb teostada järelevalvet. Neljandaks, järelevalvet teostav asutus peab olema teadlik turul kaubeldavatest instrumentidest ning nendega seotud kauplemingimustest. Kriteeriumi alla käib ka turu korraldaja kohustus tagada isikute õiglane ja erapooletu kohtlemine, mida kontrollib omakorda vastav järelevalveasutus.¹⁰⁵ Lisaks on turu

¹⁰⁰ Väärtpaberite noteerimisnõuded, p 13.1.2.

¹⁰¹ Tallinna börsi vahekohtu otsus OEG asjas, p 106.

¹⁰² Ibid, p-d 107 ja 108.

¹⁰³ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2004/39/EÜ finantsinstrumentide turgude kohta. – ELT L 145, 30.04.2004.

¹⁰⁴ Supervisory Framework for Markets. International Organization of Securities Commissions 1999. – <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD90.pdf> (16.04.2019).

¹⁰⁵ Ibid, p 3.

korrapärase toimimise all mõeldud seda, et börsil on reeglid selle kohta, kuidas ostu- ja müügiordereid kokku viiakse, kuidas käitutakse kauplemisel tekkinud eksimuste korral. Samuti peab turu korraldajal olema võimalus peatada või tühistada turul tehtud tehinguid. Turu korraldaja peab tagama selle, et kauplemissüsteemid on turvalised, usaldusväärsed ja võimekusega taluda suurt tehingute tegemise mahtu.¹⁰⁶ Väärtpaberituruseaduses kajastuvad turu korrapärase toimimisele suunatud kohustused eelkõige §-s 124⁶, mis näeb korraldajale ette kohustuse: kehtestada ja rakendada õiguslikke, tehnilisi ja organisatsioonilisi tuvastamaks ja maandamaks turu õigus- ja korrapärase toimimise riske (lg 1), rakendada meetmeid huvide konfliktide tuvastamiseks, pidades silmas Finantsinspeksiooni ja korraldaja vahelise koostöö kahjustamist (lg 2), rakendada meetmeid, et usaldusväärselt hallata kauplemissüsteemi tehnilisi toiminguid ning toime tulla süsteemide riketega (lg 3), kehtestada turul läbipaistvalt ja ühetaoliselt kohaldatavad reeglid, millega tagatakse õiglane ja korrapärane kauplemine turul ja tehingute täitmine objektiivsete kriteeriumide alusel (lg 4), rakendada meetmeid, et tagada tema süsteemides täidetud tehingute tõhus ja õigeaegne lõpuleviimine (lg 5), tagada turu korrapäraseks toimimiseks piisavate finantsvahendite pidev olemasolu, võttes arvesse turul tehtavate tehingute laadi ja mahtu ning turu toimimist mõjutavate riskide ulatust ja taset (lg 6), ning mitte enda korraldataval turul täita oma arvel kliendi korraldusi ega kaubelda oma arvel ostu- ja müügihuvide sobitamisel (lg 7).

Eeltoodust tuleneb, et aktsiate noteerimise lõpetamine turu korrapärase toimimise eesmärgil on üsna ebatõenäoline ning Komisjoni poolt investorite huvide kahjustamise samastamine turu korrapärase toimimise kahjustamisega on Tallinna börsi vahekohtu poolt õigustatult kahtluse alla seatud. Turu korrapärasuse tagamine seisneb turu korraldaja poolt kohustuste täitmisel ning seega on näiteks OEG börsilt lahkumise puhul keeruline leida, et OEG on kahjustanud Tallinna börsi võimet tagada turu korrapärasust. Tõenäoliselt tuleb turu korrapärasuse tagamise eesmärgil aktsiate noteerimise lõpetamisest keeldumine kõne alla turumanipulatsiooni ohu tekkimisel,¹⁰⁷ kuid antud asjaolude pinnalt ei saa seda kuidagi väita ning sellekohased viiteid pole ka börsi vahekohus välja toonud. Kindlasti ei tohiks kahte mõistet, investorite huvid ja turu korrapärane toimimine, kasutada aktsiate noteerimise lõpetamisest keeldumisel automaatselt sõnapaarina, kuivõrd nende tähendus ja kaitseala erineb oluliselt.

¹⁰⁶ ASX Operating Rules. Guidance Note 10. Maintenance of a Fair, Orderly and Transparent Market. ASX Compliance 2015, p 3.2. – https://www.asx.com.au/documents/rules/asx_or_guidance_note_10.pdf (16.04.2019).

¹⁰⁷ Investigating and Prosecuting Market Manipulation. International Organization of Securities Commissions, 2000, p 13. – <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD103.pdf> (17.04.2019). Allikas viidatakse turumanipulatsioonile, kui turu korrapärase toimimist ohustavale tegevusele.

2.2. Aktsiate sunniviisilise noteerimise lõpetamise alused

Kui vabatahtlikul aktsiate noteerimise lõpetamisel langeb aktsia likviidsus ja hind ning väikeaktsionärid pole enam väärtpaberituru regulatsiooni kaitsealas, siis sunniviisilisel börsilt lahkumisel on samaväärsed tagajärjed. Erinevate stsenaariumite puhul väikeaktsionäride kaitsevajaduse üle otsustamisel tuleb seega aluseks võtta kaitstavad õigushüved, mis väikeaktsionäride erinevat kohtlemist õigustavad. Järgnevalt uuritakse, milliste õigushüvede kaitsmise nimel tehakse otsus aktsiate sunniviisiliseks noteerimise lõpetamiseks. Esmalt käsitletakse, kellel ja mis põhjustel peaks olema õigus emitendi börsilt lahkuma sundimiseks. See on oluline, kuivõrd kaitstavad õigushüved ja huvid võivad oluliselt erineda olenevalt sellest, kas otsuse aktsiate noteerimise lõpetamiseks teeb börsikorraldaja või järelevalveasutus.

2.2.1. Rollijaotus

Emitendi aktsiate sunniviisilise noteerimise puhul sunnitakse aktsiaselts börsilt lahkuma sama korraldaja poolt, kes aktsiaseltsi algselt börsile meelitas.¹⁰⁸ Samas võib aktsiate noteerimise lõpetada ka börsi üle järelevalvet teostav riigiasutus. Viimane lähenemine on omane näiteks Londoni, Rootsi ja Saksamaa börsidele, kus on nii noteerimise kui ka noteerimise lõpetamise otsustusõigus järelevalveasutustel. Samas jälle Ameerika Ühendriikide Väärtpaberi- ja Börsitehingute Komisjon (SEC) pole oma pädevuse laiendamise osas huvi üles näidanud ning pooldab börsikorraldajate iseregulatsiooni.¹⁰⁹ VPTS § 136 lg 5 p 2 alusel on Finantsinspeksioonil õigus teha ettekirjutus või anda börsikorraldajale korraldus, milles nõuab väärtpaberitega tehingute tegemise lõpetamist. Õigus on omakorda tagatud MiFID II määrusest tuleneva järelevalveasutuse õigusega nõuda finantsinstrumendi kõrvaldamist reguleeritud turult (*require the removal of a financial instrument from trading*).¹¹⁰ Autor on kriitiline sätte sõnastuse osas, kuivõrd §-i 136 pealkiri on „Kauplemise peatamine ja lõpetamine“, kuid § 136 lg 5 p 2 sätestab õiguse „tehingute“ lõpetamiseks. Samas on MiFID II direktiivi originaaltekstis kasutatud terminit „*removal of financial instrument*“, millele vastab paremini ka direktiivi eestikeelne tõlge „kauplemise lõpetamine“. Jääb arusaamatuks, miks on seadusandaja otsustanud kalduda kõrvale nii direktiivi tõlkest, kui ka paragrahvi pealkirjas kasutatud terminist. Kooskõlalise tõlgendamise tulemusena tuleb siiski jõuda järeldusele, et

¹⁰⁸ J. Macey et al, p 1.

¹⁰⁹ Ibid, p 29.

¹¹⁰ MiFID II, art 69 lg 2(n).

Finantsinspeksioonil vastav õigus eksisteerib. Seega on Eestis noteerimise lõpetamise otsus formaalselt börsikorraldaja teha, kuid Finantsinspeksioonil on õigus nõuda vastava otsuse tegemist. Noteerimise lõpetamise ajendid on olenevalt sellest, kas protsessi initsieerib börsikorraldaja või järelevalveasutus, siiski erinevad.

Börsikorraldaja poolt emitendi aktsiate noteerimise alused saab jagada kahte kategooriasse. Esimene kategooria on suunatud sellele, et tagada börsikorraldaja jaoks kauplemise kasumlikkus. Börsikorraldajale on kasulik, kui aktsiatega kauplemine pole kaootiline. Samuti on spetsialistidel keeruline määrata aktsia hinda, kui see on liiga infotundlik, st hinnamuutused on liiga suures sõltuvuses uudistest. Seega on börsikorraldajate jaoks mõistlik kehtestada reeglid, mis tagaksid börsil stabiilse kauplemise, kuivõrd nende edukusest sõltub kauplemiselt saadud tasu.¹¹¹ Sellel eesmärgil kehtestatakse börsi reglemendis miinimumnõuded aktsionäride ja vabalt kaubeldavate aktsiate arvule (*free-float*), kauplemise mahule (*trading volume*), aktsia hinnale ja aktsiaseltsi varale.¹¹² Nõuded on detailsed ja iga börsikorraldaja on kehtestanud omad reeglid ning seega ei saa rääkida üldistest börsi reglemendi nõuetest.

Teine kategooria, mille alusel börsikorraldajal on õigus emitendi aktsiatega kauplemine lõpetada, on suunatud kauplemisturu ja selle maine kaitsmisele.¹¹³ Kui börsikorraldaja otsustab emitendist vabaneda, siis teeb ta seda selleks, et säilitada neid väärtusi, mida börs investoritele ja emitentidele pakub. Kaitsealasse kuuluvad näiteks börsiaktsiaseltside juhtimisega seotud nõuete kehtestamine, kauplemistegevuse jälgimine, arveldamine ning likviidsuse pakkumine. Emitentide börsilt lahkuma sundimine on börsikorraldaja vahend jõustamiseks reglemendis sätestatud kohustusi, mis on kehtestatud eeltoodud väärtuste kaitsmiseks. Kui börsikorraldaja ei aktsepteeri reglemendi täitmata jätmist, saavad ka investorid olla kindlad, et börsiaktsiaseltsid on usaldusväärsed ja järgivad börsi reegleid, kuna vastasel juhul poleks nad (enam) börsil.¹¹⁴

Kui börsikorraldaja poolt emitendi aktsiate noteerimise lõpetamiseks esines kaks juhtumite gruppi, siis järelevalveasutus tegeleb vaid teise kategooriaga. Nii on näiteks VPTS § 136 lg 5 p-s 3 sätestatud Finantsinspeksioonile õigus sundida emitenti börsilt lahkuma, kaitsmaks

¹¹¹ J. Macey et al, p 4.

¹¹² Ibid, p 6.

¹¹³ Ibid, p 4.

¹¹⁴ Ibid, p 4.

investorite huve, turu korra- ja õiguspärasest toimimisest või muud olulist õigust, samuti vältimaks muud ohtu. Seejuures börsikorraldaja äärmised huvid, näiteks reglemendijärgsete teenustasude maksmine, pole järelevalveasutuste kaitsealas. Oma äärmisi ja järelevalve funktsioone peab eristama ka börsikorraldaja. Põhimõtte kajastab VPTS §-s 148, mida on omakorda selgitatud 2007. aasta VPTS-i seletuskirjas, mille järgi turu korraldaja peab selgelt eristama äärmisfunktsiooni (emitentide noteerimise otsustamine, maaklerite turule osalema lubamine, teenustasud, teenuste pakkumine emitentidele ja maakleritele, jmt) järelevalvefunktsioonist (siseteabega seonduva seiramine, järelevalve maaklerite üle turukuritarvituste vältimiseks), kuna samade isikute poolt esimese teostamine võib pärssida soovi teostada viimast. Järelevalvefunktsiooni puudulik teostamine viib aga tõrgeteni turu õigus- ja korrapärasest toimimises ning seeläbi maine languseni (turulikkuse vähenemiseni).¹¹⁵

Kuivõrd ülaltoodust nähtub, et börsikorraldajal peaksid olema kasutada kõik alused noteerimise lõpetamiseks, mis järelevalvel, siis võib tekkida küsimus, miks ei võiks noteerimise lõpetamise otsustuse jätta üksnes börsikorraldajale. Pooldab seda ka mitmete riikide, sh Eesti arusaam börsi iseregulatsioonist. Ameerika Ühendriikides, kus selline lähenemine omaks on võetud, on see tekitanud aga palju vastumeelsust. Arvesse tuleb võtta, et börsikorraldajad on eelmise kasumi saamisele suunatud äärmisühingud, kelle huvi on suunatud võimalikult suure käibe saavutamisele. Mida rohkem aktsiaseltse börsil, seda suurem on käibe ning käibest saadav tulu teenustasude pealt. Börsikorraldajad pole seetõttu huvitatud emitentidest vabanemisest, eriti kui tegemist on aktsiaseltsidega, mille aktsiatega kauplemine on äärmiselt tulutoov.¹¹⁶ Teguriks on ka börside vaheline konkurents, mis sunnib börsikorraldajaid rangete reeglite kehtestamisel ettevaatlikuks tegema.¹¹⁷ Börsikorraldajad on nii mõnelgi juhul vaadanud reglemendi rikkumistele läbi sõrmede selleks, et mitte loobuda suurtest käibenumbritest. NYSE börsil jätkati Fannie Mae¹¹⁸ aktsiatega kauplemist isegi siis, kui viimane polnud 2 aastat esitanud kohustuslikke majandusaruandeid. Fannie Mae väitis koguni, et tugineda ei tohiks nende varasemalt esitatud

¹¹⁵ Seletuskiri väärtipaberiturust seaduse ja sellega seonduvate seaduste muutmise seaduse eelnõu juurde (108 SE), lk 27. – <https://www.riigikogu.ee/tegevus/elnoud/elnou/aldba6ba-596e-499c-cbad-8c2835505f68/V%C3%A4%C3%A4rtipaberiturust%20seaduse%20ja%20sellega%20seonduvate%20seaduste%20muutmise%20seadus> (13.04.2019).

¹¹⁶ J. Macey et al, p 28.

¹¹⁷ J. Macey et al, p 4.

¹¹⁸ Federal National Mortgage Association – Ameerika Ühendriikide osalusega aktsiaselts, mis tegeleb hüpoteeklaenudega tagatud väärtipaberite müügiga.

majandusaruannetele, mis käisid 4 eelneva aasta kohta.¹¹⁹ Fannie Mae aktsiate noteerimist ei lõpetatudki, kuigi hiljem tegi seda emitent ise.¹²⁰ Kannatajaks on sellisel juhul aga investorid, kellel puudub usaldusväärne teave emitendi majandusliku käekäigu suhtes. Börsikorraldajad on samuti emitentide börsil hoidmiseks leevendanud nõudeid noteerimisele ja noteerimise lõpetamisele. Tagajärjena on ligipääs börsile nn nõrgematel äriühingutel, mille eeldatav kasumisse jõudmise aeg on kauges tulevikus või mille olemasolu börsil saadud rahastuseta oleks üldse kaheldav.¹²¹ Nn nõrgemaid emitente börsilt minema sundides saab muidugi börsikorraldaja oma viga parandada, kuid selle eest maksavad ikkagi investorid.¹²² Samuti on leitud, et NYSE börsil on iseregulatsioonist tuleneva huvide konflikti tõttu investorite kulud palju kõrgemad kui Toronto börsil, kus otsustajaks on järelevalveasutus.¹²³ Börsikorraldaja kui isereguleeriva organisatsiooni üle järelevalve teostamise olulisust on rõhutatud ka IOSCO töögrupp, leides et järelevalveasutuse ülesandeks peaks olema mh veenduda börsi tegevuse õigluses. Samuti peab järelevalveasutusel olema võimalus õigusaktidest tulenevaid õigusi jõustada.¹²⁴ Ka autor leiab, et kuna börsikorraldaja huvide konflikt on ilmne, peaks noteerimise lõpetamise otsustamise õigus olema ka riiklikul järelevalveasutusel, et tagada investorite ja turu erapooletu kaitse. Lisaks omab Eestis järelevalveasutus olulist lepingupoolte huve tasakaalustavat rolli, kuna vastavalt VPTS § 136 lg 5 p-le 3 on Finantsinspeksioonil õigus teha ettekirjutus börsikorraldajale aktsiate noteerimise lõpetamise otsuse muutmiseks. Kuigi Finantsinspeksioon ei saa vastavat õigust kasutada vabatahtliku noteerimise lõpetamise puhul (kuna see pole §-i 136 reguleerimisalas), saab seda rakendada juhul, kui noteerimislepingut ülesütlevaks pooleks on börsikorraldaja. Seega on Finantsinspeksioonil õigus sunniviisilise aktsiate noteerimise lõpetamise takistamiseks, kuid samas pole eesmärgiks kaitsta emitendi kui lepingupoolte huve.

¹¹⁹ A. L. Beller. the Application of Federal Securities Law Disclosure and Reporting Requirements to Fannie Mae, Freddie Mac and the Federal Home Loan Banks. Securities Exchange Commission 2005. – <https://www.sec.gov/news/testimony/ts042105alb.htm> (30.03.2019); J. Macey et al, p 29.

¹²⁰ L. Adler. Fannie Mae, Freddie Mac to delist shares on NYSE. Reuters 16.06.2010. – <https://www.reuters.com/article/us-housing-fanniefreddie-delisting/fannie-mae-freddie-mac-to-delist-shares-on-nyse-idUSTRE65F3GR20100616> (30.03.2019).

¹²¹ E. F. Fama, K. R. French. New Lists: Fundamentals and Survival Rates. – Journal of Financial Economics 2004/63(2), p 268.

¹²² J. Macey et al, p 29.

¹²³ A. Serrano. Two Essays on Regulation and Transparency. Graduate School. – Rutgers: The State University of New Jersey 2013. – <https://doi.org/doi:10.7282/T3GM859S> (17.04.2019).

¹²⁴ Objectives and Principles of Securities Regulation. International Organization of Securities Commissions 2017, p 5.

2.2.2. Kaitstavad hüved

Aktsiate sunniviisiline noteerimise lõpetamine kahjustab pealtnäha nii emitenti, olemasolevaid kui ka tulevaseid investoreid, kes aktsiad osta soovivad, kui ka börsikorraldajat, kes kaotab tehingute pealt saadava tulu.¹²⁵ Kõige lihtsam lähenemine oleks seega emitentide aktsiate noteerimist mitte kunagi lõpetada. See tagaks likviidsuse nii aktsiaseltsidele kui ka investoritele, samuti on see kasumlik börsikorraldajatele, kes tehingute pealt tulu saaks. Siiski võib tegevusetus kahjustada nii investoreid kui ka börsikorraldajat. Esiteks, kui lubatakse näiteks pettuses osalenud aktsiaseltside aktsiatega börsil jätkuvalt kaubelda, ohustab see börsi mainet. Teiseks, kui börsil kaubeldakse probleemsete aktsiaseltside aktsiatega, võivad investorid alahinnata sellega kaasnevat riski ning teevad kahjulikke investeeringuid aktsiaseltsidesse, mis on majanduslikes raskustes, tuginedes sellele, et börsil ei kaubelda kahtlase väärtusega aktsiatega.¹²⁶

Tallinna börsi ega Finantsinspeksioon pole ühtegi emitenti börsilt lahkuma sundinud. Küll aga ei tähenda see, et seda kunagi ei tehta, kuivõrd ülemaailmselt on see levinud praktika. Näiteks seaduses või reglemendis kehtestatud nõuete rikkumise tõttu ehk sunniviisiliselt lahkus Nasdaq Ameerika Ühendriikide börsilt vahemikus 1999-2003 koguni 17,4% börsiaktsiaseltsidest.¹²⁷ Arvestades, et Nasdaq Ameerika Ühendriikide börsil on noteeritud ligikaudu 3900 emitendi aktsiad ja Nasdaq Tallinna börsil on noteeritud hetkeseisuga 15 aktsiaseltsi aktsiad, on mastaapidest tulenev erinevus ka mõistetav.

VPTS sätestab sunniviisilise aktsiate noteerimise lõpetamise ühes noteerimise peatamise alustega §-s 136. Kuigi säte kõneleb kauplemise peatamisest ja lõpetamisest, kohaldatakse § 154 lg 3 järgi samu sätteid ka noteerimise peatamisele. Oluliseks on peetud rõhutada börsikorraldaja õigust rakendada meetet ka lepinguliste kohustuste rikkumise korral VPTS § 161 lg 1 p-s 5. Börsikorraldaja võib seega VPTS § 154 lg 3, § 161 lg 1 p 5 ja § 136 lg 1 p-de 1-4 koosmõjus aktsiate noteerimise lõpetada, kui emitent on rikkunud korraldaja suhtes õigusakti

¹²⁵ J. Macey et al, p 684.

¹²⁶ Ibid, p 710; vt ka uurimust, kus leiti, et kõrge riskiga aktsiad on anomaalselt väikse tootlusega: J. Y. Campell, J. Hilscher, J. Szilagyi. In Search of Distress Risk. – The Journal of Finance 2008/63(6), p 2933.

¹²⁷ Distribution of reasons for delistings from the NASDAQ exchange between 1999 and 2013. Statista 2014. – <https://www.statista.com/statistics/294296/nasdaq-delistings-reasons/> (18.03.2019). Vabatahtliku noteerimise lõpetamise alla on autor liigitanud peale tavapärase börsilt lahkumise ka ühinemised ja omandamised, börsi vahetamise (*relisting*) ja liikumise börsivälisele (*over-the-counter*) turgudele.

või reglemendi alusel tekkinud kohustust, väärtpaber ei vasta reglemendi nõuetele, investorite huvide kaitseks või turu korra- või õiguspärase toimimise ohustamise vältimiseks või muul reglemendis sätestatud alusel. Väärtpaberituru seadusest tulenev õigus kajastub Tallinna börsi reglemendi osades „Noteerimisnõuded“ ja „Järelevalve“¹²⁸. Esimene sätestab vaid alused noteerimise ajutiseks lõpetamiseks börsi põhinimekirjas ning näeb ette nõuded aktsiatega kauplemise üleviimiseks börsi lisanimekirjast tagasi põhinimekirja.¹²⁹ Lõplikud alused noteerimise lõpetamiseks sätestatakse viimases. Kokkuvõtvalt võib tuua välja 3 alust: väärtpaberite mittevastavus reglemendi nõuetele, reglemendi või seaduse rikkumine, kauplemise peatamist tinginud asjaolude mittekorraldamine ettenähtud aja jooksul,¹³⁰ millest kolmas katab sisuliselt juba eelnevas kahes sätestatud alused. Finantsinspektsioonil on võrreldes börsikorraldajaga aga täiendav alus emitendi börsilt lahkuma sundimiseks. VPTS § 136 lg 5 p 2 järgi võib lisaks turu korra- ja õiguspärasele toimimisele ning investorite huvide kaitsele põhjuseks olla ka muu olulise õiguse kaitsmine. Seadusandja on sellega jätnud endale tagaukse ettenägematuteks juhtudeks.

Aktsiate noteerimise sunniviisilise lõpetamise ühe alusena on seaduses lisaks turu korrapärasuse tagamisele sisse toodud ka turu õiguspärase (*lawful*) toimimise kaitse. Kuivõrd MiFID I ja MiFID II sellist terminit ei tunne, võib tegemist olla jäänukiga nimetatud direktiivide ülevõtmisele eelnenud ajast. „Õiguspärane“ tähendab õigusnormidele vastavust ning seega võiks ümber sõnastatuna aktsiate noteerimise lõpetamise aluseks olla asjaolu, et noteerimise jätkamisel esineb oht börsil aset leidvaks ebaseaduslikuks tegevuseks. Samas leiab autor, et tegemist pole alusega, mis pole juba teiste VPTS § 136 lg-s 1 sätestatud alustega kaetud. Seda enam, et börsikorraldaja ülesandeks on koostada seadusega kooskõlas reglement, mida omakorda kontrollib Finantsinspektsioon.¹³¹

¹²⁸ Nasdaq Tallinna Börsi reglement. Järelevalve. Kehtiv alates 01.01.2010. – <https://www.nasdaqbaltic.com/files/tallinn/oigusaktid/alates18082008/Jarelevalve-01-01-2010-est-clean.pdf> (17.04.2019).

¹²⁹ Väärtpaberite noteerimisnõuded, p 13.2.3. Põhinimekirjas aktsiate noteerimiseks on kõrgemad nõuded, kui lisanimekirjas. Näiteks võetakse kauplemisele kõrgema riskiastmega väärtpaberid (majandustulemuste volatiilsus, lühike tegutsemisaeg, riskantne tegevusala, omakapitali näitajate madal turuväärtus, väike *free float*), vt Väärtpaberite noteerimisnõuded, p 16.1.

¹³⁰ Kauplemise peatamist tinginud asjaoludeks on: suured hinnakõikumised; peatselt avaldamise kuuluva informatsiooni suur mõju väärtpaberi hinnale; muud õiglast ja korrapärast kauplemist takistavad asjaolud; väärtpaberi hinda mõjutav pressikonverents; võlakirjadest tulenevate intressimaksete tasumata jätmine; pankrotiavalduse esitamine; emitendi lõpetamine; reglemendi, õigusaktide või börsi tava eiramine; emitent on edastanud väärtpaberi hinda oluliselt mõjutavat väära või ebaselget infot; emitendi edastatud oluline teave on mahukas ja tingib teabesüsteemi viivitusi; emitent pole tasunud noteerimistasu või haldustasu. Vt Järelevalve, p 4.6.1.

¹³¹ VPTS §-d 127, 128.

Kui aktsiate noteerimise vabatahtlikul lõpetamisel on turu korrapärasuse tagamise eesmärgil noteerimise lõpetamisest keeldumine vähetõenäoline, siis aktsiate sunniviisilisel noteerimise lõpetamisel on tegemist juba märksa praktilisema alusega. Näiteks on leitud, et turu korrapärasust kaitstakse aktsiate noteerimise lõpetamisel, kui emitendi suhtes algatatakse pankroti- või likvideerimismenetlus.¹³² Põhimõtteliselt võib leida, et kõik, mis seondub emitendi jäämisega majanduslikele raskustele, mistõttu ei suudeta täita reglemendis sätestatud miinimumnõudeid, võib tingida turu korrapärase toimimise ohu, kuivõrd investorite paaniline käitumine võib kaasa tuua aktsia hinna märkimisväärsed kõikumisi.

Investorite huvide kaitse eesmärgil aktsiate noteerimise lõpetamist põhjendada on oluliselt keerulisem. Sunniviisiline aktsiate noteerimise lõpetamine pole emitendi valik ning sellega kaasneb tihti ka emitendi väärtuse langus, mis on tingitud aktsiate hinna või produktiivsuse langusest, samuti majanduslikest raskustest. Samas aktsiaseltsi väärtus aktsiate noteerimise lõpetamisel oleneb suuresti aktsiaseltsi strateegiliste plaanide edukusest, vaatamata sellele, et aktsia hind noteerimise lõpetamise otsuse tegemisel tõenäoliselt langeb. Aktsiate sunniviisiline noteerimise lõpetamine on enamjaolt aga halb uudis kõikidele.¹³³ Seetõttu tekib küsimus, kuidas kaitstakse investoreid aktsiate sunniviisilise noteerimise lõpetamisega. Õiguskirjanduse väljendatud seisukoha järgi on erinevus selles, et aktsiate sunniviisiline noteerimisel kaitstakse turu kvaliteeti ja investorite usaldust turu suhtes.¹³⁴ Samas vabatahtliku aktsiate noteerimise lõpetamise puhul kaitstakse investorite huvide egiidi all põhiliselt teabe kättesaadavust ja investorite majanduslike huve. Seega kaitstakse investorite huve sunniviisilise aktsiate noteerimise puhul pigem kaudselt, võttes arvesse tulevase investoreid ja nende usaldust turu suhtes. Börsilt lahkuma sunnitud emitendi aktsionäride huve ei saa aktsiate noteerimise lõpetamine üldjuhul teenida, kuna börsiaktiaseltsidele kehtivad palju kõrgemad nõuded kui börsil noteerimata aktiaseltsidele. Näiteks Shanghai börsil lõpetati 2016. aastal aktsiate noteerimine aktiaseltsil, mis ei järginud teabe avaldamise kohustust ning võltsis erinevaid

¹³² I. Martinez, S. Serve. Reasons for Delisting and Consequences: A Literature Review and Research Agenda. – *Journal of Economic Surveys* 2016/31(3), p 738.

¹³³ B. Fianza et al, p 148.

¹³⁴ H. Haifan. Misrepresentation, Involuntary Delisting and Investor Protection: The Dilemma of Dislocated Regulation on Chinese Securities Market. SSRN Electronic Journal 2016, p 18. – https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3007037 (17.04.2019).

dokumente.¹³⁵ Otsust kritiseeriti seetõttu, et börsikorraldaja pidas eelkõige silmas enda, mitte investorite huve ning pigem on sunniviisilise noteerimise lõpetamise otsus tingitud ikkagi turu, mitte olemasolevate investorite kaitsest.¹³⁶ Toodud näite puhul ei pea samas aktsiate noteerimise lõpetamisel võtma aluseks ka investorite huvide kaitse, kuivõrd Hiina emitendi tegevused kvalifitseeruksid reglemendi või seaduse nõuete oluliseks rikkumiseks tõenäoliselt igal börsil.

Enim kasutatud alused aktsiate noteerimise lõpetamiseks on seotud teatud arvuliste nõuete täitmata jätmisega, eelkõige seoses madala aktsia hinna ja ebapiisava avalikkuse käes olevate aktsiate hulgaga (*free float*).¹³⁷ Börsikorraldaja sellekohane õigus aktsiate noteerimise lõpetamiseks on seotud emitendile seaduses ja reglemendis sätestatud kohustustega. Viitega VPTS § 134 lg-tele 1 ja 2 kohustab § 135 lg 1 emitenti täitma reglementi, andma nõutud ulatuses õiget, täpset ja täielikku teavet ja järgima ausa ja õiglase kauplemise põhimõtteid ning turutavasid. Tallinna börsi reglemendis on arvulised nõuded sätestatud omakorda VPTS § 155 lg-s 2 viidatud noteerimisnõuete määru alusel.¹³⁸ Seejuures on Tallinna börs põhinimekirja emitentidele sätestanud kõrgemad nõuded aktsiaseltsi turuväärtuse osas selleks, et tagada turu kõrgem kvaliteet. Kui määru alusel peab aktsiaseltsi turuväärtus või (juhul kui seda pole võimalik hinnata) omakapital olema 1 miljon eurot, siis reglemendi kohaselt on minimaalseks turuväärtuseks 4 miljonit eurot. Oleks ka mõeldamatu, et börsi reglemendis oleks sätestatud samaväärne nõue, kuivõrd oht alla nõutud turuväärtuse langeda oleks sel juhul liiga suur. Samas võib börsikorraldaja teha erandi, kui arvatavasti kaasneb kauplemisega suur huvi, st turu väärtuse langus pole sel juhul väga tõenäoline.¹³⁹ Teine enim levinum põhjus aktsiate noteerimise lõpetamiseks tuleneb aktsiate jaotusest. Määru ja reglemendi järgi peab avalikkuse käes olema 25 protsenti aktsiatest (*free float*). Samas saab ka selles osas teha erandeid.¹⁴⁰ Aktsiate jaotusel on eriti oluline roll aktsia likviidsusele. Kui emitendil on suure osalusega aktsionär, väheneb temale kuuluvate aktsiate võrra ka kaubeldavate aktsiate arv, kuna

¹³⁵ S. Shen, P. Sweeney. Shanghai exchange delists Zhuhai Boyuan for breaching information disclosure rules. Reuters 21.03.2016. – <https://www.reuters.com/article/us-china-stocks-delisting/china-delists-company-for-first-time-for-breaching-disclosure-rules-idUSKCN0WN1AX> (17.04.2019).

¹³⁶ H. Haifan, p 18.

¹³⁷ G. C. Sanger. J. D. Peterson, p 261

¹³⁸ Rahandusministri 01.01.2011. a määrus nr 14 „Noteerimisnõuded“. – RT I, 09.11.2010, 29.

¹³⁹ Väärtpaberite noteerimisnõuded, p 6.4; Noteerimisnõuded, § 9 lg 1. Börsikorraldaja erandite tegemise õigus tuleneb ka noteerimisnõuete määru § 9 lg-st 3.

¹⁴⁰ Väärtpaberite noteerimisnõuded, p 6.5; Noteerimisnõuded, § 5. Börsikorraldaja erandite tegemise õigus tuleneb ka määru § 9 lg-st 3.

kauplemistegevuses osaleb vähem isikuid.¹⁴¹ Samuti on täheldatud, et kõrge likviidsus leevendab keerukatest majanduslikest olukordadest tulenevat mõju, nagu näiteks majanduskriis.¹⁴² Seetõttu on aktsiate jaotuse nõuded olulise tähtsusega ka aktsionäride kaitseks, kuigi ka börsikorraldajale on aktsiate omamine avalikkuse poolt kasulik, kuivõrd teenib aktiivse kauplemise eest makstavate teenustasude pealt.

2.3. Kaitsevajaduse erinevuse õigustatus

Tagajärjed aktsiate vabatahtliku ja sunniviisilise noteerimise lõpetamisel aktsionäride jaoks on samad. Mõlemal juhul kaovad emitentidel börsiaktsiaseltsile kohustuslikud teavitamisega seotud kohustused ning langeb aktsiate likviidsus ja hind. Seejuures on sunniviisilisel aktsiate noteerimise lõpetamisel tagajärjed aktsia likviidsusele oluliselt negatiivsemad kui vabatahtlikul noteerimise lõpetamisel. Lisaks on viimasel juhul tegemist aktsiaseltsi strateegilise valikuga, mille eesmärgiks ja võimalikuks tulemiks on aktsia väärtuse tõus.¹⁴³ Oluline erinevus vabatahtliku ja sunniviisilise aktsiate noteerimise lõpetamise vahel on asjaolu, et esimesel juhul on väikeaktsionäride kaitse palju ulatuslikum. Börsikorraldaja võib aktsiate noteerimise lõpetada reglemendis sätestatud miinimumnõuete mittejärgimisel ning selle tagajärjeks on sarnaselt aktsiate vabatahtlikule noteerimise lõpetamisele börsilt lahkuma sunnitud aktsiaseltsi aktsia likviidsuse ja hinna langus ning emitendi aktsionäride jaoks teabe kättesaadavuse vähenemine. Nimetatud tagajärgede tõttu võib börsikorraldaja samas ka keelduda aktsiate noteerimise lõpetamisest emitendi soovil. Seadus ja reglement annab seega õiguse investorite huvide, turu korrapärase toimimise ja muude hüvede kaitseks sundida emitenti börsilt lahkuma, kuid samadel põhjustel võib börsikorraldaja takistada emitendi lahkumist börsilt. Seega tuleks küsida, millised on põhjused õigustamaks aktsionäride väiksemat kaitsevajadust aktsiate vabatahtlikul noteerimise lõpetamisel, ja teisalt, miks on aktsionäride kaitsevajadus aktsiate sunniviisilisel noteerimise lõpetamisel suurem.

Kui emitenti sunnitakse börsilt lahkuma, võivad tagajärjed aktsionäride jaoks olla negatiivsemad kui vabatahtlikul börsilt lahkumisel, kuna aktsionär võib jääda aktsiaseltsi, mis on näidanud üles ükskõiksust seaduse ja reglemendi nõuete täitmise suhtes (kui rikutakse

¹⁴¹ G. El-Nader. Stock liquidity and free float: evidence from the UK. – Managerial Finance 2017/44/10, p 1227.

¹⁴² X. Ding, Y. Ni, L. Zhong. Free float and market liquidity around the world. – Journal of Empirical Science 2016/38(A), p 236.

¹⁴³ B. Fianza et al, p 148.

näiteks teabe avalikustamise kohustust), või aktsiaseltsi, mis on majanduslikes raskustes (pankroti või likvideerimise puhul või turuväärtuse miinimumnõuete mittetäitmisel). Prioriteediks ei seata seega konkreetse aktsiaseltsi aktsionäride huve. Autor leiab, et aktsiate sunniviisilisel noteerimisel on aktsionäride väiksem kaitse õigustatud kaitsealasse kuuluvate isikute hulga ja turu usaldusväärsuse tagamise olulise tõttu. Kuigi mõlemal juhul on eesmärgiks kaitsta investoreid, turu korrapärasust, usaldusväärsust, läbipaistvust ja muid üldiselt tunnustatud hüvesid, kuulub aktsiate sunniviisilisel noteerimise lõpetamisel hüvede kaitsealasse kogu avalikkus, sealhulgas tulevased investorid ja emitendid. Turu kui terviku kaitsmine kaalub oluliselt üles üksikute investorite majanduslikud huvid. Turu kaitse ei tohi olla vaid sõnakõlks, vaid peab olema tagatud ka tegelike kaitsemehhanismidega ning seadusest ja reglemendist tulenevate nõuete mittetäitmisel peab turu korraldajal ja järelevalveasutusel olema võimalus turgu realselt kaitsta.¹⁴⁴

Probleemsed emitendid pole kahjulikud ainult börsikorraldaja ja aktsionäride jaoks. Börsi roll majandusele tervikuna ei saa alahinnata. Kui börsikorraldaja järelevalve börsi reeglite üle tugev, suureneb ka usaldus börsi vastu. Näiteks, kui börsikorraldaja sunnib emitenti börsilt lahkuma seetõttu, et pole täitnud teabe avalikustamise kohustust, on see märk avalikkusele, et börsil kehtivaid reegleid tuleb täita. Börsikorraldaja annab sellega signaali võimalikele tulevastele investoritele, et nende huvid on börsil kaitstud.¹⁴⁵ Jõuline regulatsioon võimaldab seetõttu börsile meelitada investoreid üle maailma, turgutades ühtlasi ka riigi majandust. Börsi ja riigi majanduse vahelist seost on täheldatud mitmetes uuringutes.¹⁴⁶ Iseenesest on aktsionäride ootus enda kaitsele õigustatud, kuid sunniviisilise noteerimise lõpetamise puhul ei ole emitendi börsile jätmise kaudu aktsionäride kaitse õigustatud, kuivõrd kaitstavate õigushüvede riive oleks vastasel juhul intensiivsem.

Probleemseks võib börsikorraldaja otsustus aktsiate sunniviisiliseks noteerimiseks kujuneda siis, kui emitendi juhtkond teeb samme selleks, et nõ poolvabatahtlikult börsilt lahkuda. Kui juhtkond leiab, et majanduslikult on otstarbekas tegutseda börsiväliselt, võib juhatus teha kõik

¹⁴⁴ Regulatsiooni jõustamise olulisust on rõhutatud ka MiFID I ja II preambulis.

¹⁴⁵ J. Macey et al, p 686.

¹⁴⁶ N. M. H. Masoud. The Impact of Stock Market Performance upon Economic Growth. - International Journal of Economics and Financial Issues 2013/3(4), p 788; World Bank. World Development Report. Financial Systems and Development. Oxford University Press 1989. – <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/5972/WDR%201989%20-%20English.pdf?sequence=1> (18.04.2019); J. G. Gurley, E. S. Shaw. Financial Aspects of Economic Development. – American Economic Review 1955/45(4).

selleks, et viia aktsia hind võimalikult alla, seejuures alla nõutud miinimumi.¹⁴⁷ Kuigi pigem toimitakse vastupidiselt, st üritatakse moonutatud andmete abil aktsia ja aktsiaseltsi väärtust tõsta,¹⁴⁸ siis on näide võtta Ameerika Ühendriikidest, kui kaasuses *Feiner Family Trust v. Xcelera Inc.* ei täitnud aktsiaseltsi juhatus teabe avalikustamise kohustust, mille tagajärjel sunniti aktsiaseltsi börsilt lahkuma. Sellest tingituna pakuti väikeaktsionäridele nende aktsiate eest eriti madalat hinda ning väikeaktsionärid pöördusid oma õiguste kaitseks kohtusse.¹⁴⁹ Antud juhul oli olemuselt tegemist ikkagi emitendi vabast tahtest tingitud noteerimise lõpetamisega ning aktsionäride kaitset arvesse võttes võiks leida, et emitendi tegevuse premeerimine pole õigustatud. Kuna igasuguse pettusliku tegevuse suhtes peab börsidel olema nulltolerants, tuleb siiski jõuda järeldusele, et turu usaldusväärsuse tagamiseks ei ole muid valikuid, kui petturlikust emitendist vabanemine, kuivõrd tagajärjed tegevuse aktsepteerimiseks ohustaksid börsi üldist mainet.

Nii aktsiate vabatahtlikul kui ka sunniviisilisel noteerimise lõpetamisel kahjustatakse oluliselt väikeaktsionäride huve. Kui esimesel juhul on initsiaatoriks suuraktsionärid, kelle jaoks noteerimise lõpetamine on kasulik, siis sunniviisilise noteerimise lõpetamise puhul on üldjuhul kaotajaks mõlemad. Seega põrkuvad väike- ja suuraktsionäride huvid kõige enam, kui aktsiaselts lahkub börsilt suuraktsionäride soovil ja vabatahtlikult. Autor on seisukohal, et see on üks põhjustest, miks väikeaktsionäride kaitse sunniviisilisel aktsiate noteerimise lõpetamisel ei tohiks olla omaette eesmärgiks, kuivõrd suur- ja väikeaktsionäride huvid sellisel juhul kattuvad ning puudub ülekaalukas õigustus, miks samasuunaliste huvidega isikute puhul peaks eelistama just teatud liiki aktsionäre. Küll aga on probleem aktuaalsem vabatahtliku aktsiate noteerimise lõpetamise puhul, kus suur- ja väikeaktsionäridel on selged vastandlikud huvid. Kuna aktsionärid realiseerivad oma õigusi hääleõiguse kaudu ning otsustavaks saavad suuraktsionäride hääled, puudub väikeaktsionäridel võimalus efektiivselt oma huve kaitsta. Autor on seisukohal, et suur- ja väikeaktsionäride huvide tasakaalustamiseks on mõistlik väikeaktsionäridele tagada kaitsemeetmed, nii nagu seda on tehtud mitmes teises riigis.

¹⁴⁷ S. Martinez, S. Serve (2017), p 755.

¹⁴⁸ Ibid, p 755.

¹⁴⁹ *Feiner Family Trust v. Xcelera.com, Inc.* United States District Court Southern District of New York. 10.09.2017, 07 Civ. 1914 (RPP), p 1. – <https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/new-york/nysdce/1:2010cv03431/361977/30/> (20.04.2019).

3. Väikeaktsionäride kaitsemeetmed

Väikeaktsionäride kaitse ulatus on väärtpaberituru üks põhiküsimustest. Väikeaktsionäride kaitse poolt räägib argument, et tegemist on erakordse sündmusega aktsiaseltsi tegevuses ning mitte iga emitent ei otsusta oma eluajal börsil lahkuda. Börsilt lahkumisel muutub erinevate regulatsioonide järgimise kohustuse kadumise tõttu aktsiaseltsi juhtimisviis väikeaktsionäridele negatiivses suunas. Dr. Thomale sõnul pole börsilt lahkumine evolutsioon, vaid revolutsioon.¹⁵⁰

Börsilt lahkumisel väikeaktsionäridele kaitsemeetmete tagamisel tuleb olla väga hoolikas ning arvesse võtta kõiki võimalikke tagajärgi. Ühelt poolt oleks leebemate kaitsemeetmetega börs efektiivne ja vähendaks ka emitentide kulusid seoses reglemendi ja seaduse nõuete täitmisega. 1990ndatel oli levinud arvamus, et liigne regulatsioon koguni pärsib kapitaliturgude arengut.¹⁵¹ Sama võiks ka öelda siis, kui väikeaktsionäridele kehtestatakse kaitsemeetmed börsilt lahkumisel. Näiteks juhul, kui börsikorraldaja või järelevalveasutus keeldub aktsiate noteerimise lõpetamisest, kaasneb aktsiaseltsile märkimisväärsed kulutusi seoses avalikustamiskohustusega. Mida ahistavamad on kaitsemeetmed börsilt lahkumisel, seda vähem võivad aktsiaseltsid olla huvitatud börsile suundumisest. Teiselt poolt on jällegi leitud, et juhul kui väärtpaberiturgu reguleerivate õigusaktide eesmärgiks on konkurentsieelise saamiseks võimalikult leebete nõuete kehtestamine, saadaks edu börse, mille regulatsioon on kõige nõrgemate kaitsemeetmetega. Kuna aga väärtpaberituru regulatsioonide põhieesmärgiks on investorite ja turu usaldusväärsuse kaitsmine, pole selline lähenemine õiglane, ega lõppude lõpuks ka kasulik mitte ühelegi osapoolele.¹⁵² Eeltoodu kehtib ka börsilt lahkumise kaitsemeetmete puhul, kuna emitendid peavad arvestama sellega, et investeerimishuvi võib väheneda, kui väikeaktsionäride kaitse aktsiate noteerimise lõpetamisel on nõrk. Järgnevates alapeatükkides antakse ülevaade sellest, kuidas on aktsionäride kaitse lahendatud neljas riigis: Saksamaal, Suurbritannias, Singapuris ja Ameerika Ühendriikides. Kõikides riikides on kehtiv regulatsioon erinev ning autor toob välja nende tugevused ja nõrkused, andes ülevaate ka

¹⁵⁰ P. Maume, p 559; C. Thomale. Minderheitenschutz gegen Delisting – die MACROTRON-Rechtsprechung zwischen Eigentumsgewähr und richterlicher Rechtsfortbildung. Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht. – ZGR 2013/5, p 711.

¹⁵¹ P. Maume, p 258. Autor viitab järgnevatele allikatele: R. Romano. Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation. – Yale Law Journal 1998/107; R. Romano. The Need for Competition in International Securities Regulation. – Theoretical Inquiries in Law, 2001/2; S. Choi, A. Guzman. Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation. – Southern California Law Review, 1998/71.

¹⁵² P. Maume, p 258. Autor viitab kokkuvõtlikule ülevaatele: R. Bollen. International Standard-Setting and the Regulation of Hedge Funds: Part II. – Company and Securities Law Journal 2010/28(6), p 376.

regulatsioonide kujunemisloost ja ajenditest. Viimases alapeatükis võetakse kokku erinevate kaitsemeetmete tugevused ja nõrkused ning tehakse ettepanek, milliseid kaitsemeetmeid võiks kasutusele võtta Eestis, kuna autori hinnangul on tänane regulatsioon väikeaktsionäride kaitsemeetmete osas üsna puudulik.

3.1. Kaitsemeetmed võrdlusriikides

3.1.1. Saksamaa

Võimalikeks aktsionäride kaitsemeetmeteks noteerimise lõpetamise takistamisel on börsilt lahkumise otsuse mõjutamine aktsionäride üldkoosolekul ning väikeaktsionäridele kohustusliku ülevõtmispakkumise tegemine. Nende küsimuste üle on diskuteeritud Saksa kohtupraktikas. 2002. aasta *Macrotroni* lahendis¹⁵³ otsustas Saksa konstitutsioonikohus, et emitendi börsilt lahkumise otsus peab olema tehtud üldkoosoleku poolt ning aktsionäridel, kes seda soovivad, peab olema võimalus väljuda aktsiaseltsist samamoodi nagu kohustusliku ülevõtmispakkumise puhul.¹⁵⁴ Kohus võttis antud kaasuses üsna loomingulise lähenemise ning tugines aktsionäride üldkoosoleku nõude õigustamisel aktsionäride põhiseaduslikule omandiõiguse kaitsele.¹⁵⁵ Kohus leidis, et aktsionäri õigus müüa oma aktsiat reguleeritud ja likviidsel turul on noteeritud aktsiaga kaasneva omandiõiguse lahutamatu osa, ning noteerimise lõpetamine kahjustab seega aktsionäri omandiõigust. Selle tulemusena otsustas kohus, et noteerimise lõpetamise otsuse peab tegema aktsionäride lihtenamise häältega. Otsuse teises pooles mindi veel kaugemale. Nimelt otsustas kohus, et noteerimise lõpetamisele peab sarnaselt kohustuslikule ülevõtmispakkumisele kaasnema aktsionäride aktsiate väljaostmise pakkumus, et kaitsta vähemusaktsionäre börsilt lahkumisele järgneva aktsiahinna languse ja sellest tuleneva kahju eest.¹⁵⁶ *Macrotroni* otsuse mõjul muutus börsilt lahkumine aktsiaseltsi

¹⁵³ BGH. II ZR 133/01, 25.11.2002, BGHZ 90, 408.

¹⁵⁴ K. Saare et al, lk 392.

¹⁵⁵ Grundgezets. – Federal Law Gazette, 32.05.1949; 20.12.1993, art 14; J. J. d. Plessis, B. Großfeld, C. Luttermann, I. Saenger, O. Sandrock, M. Casper. German Corporate Governance in International and European Context. Third Edition. Berliin: Springer 2017, p 90.

¹⁵⁶ BGH. II ZR 133/01, 25.11.2002, BGHZ 90, 408; P. Martinus, M. Nauheim, B. Schwarz. Back to Square One? German Constitutional Court Rewrites Delisting Rules. – Gibson & Dunn 2012. – <https://www.gibsondunn.com/back-to-square-one-german-constitutional-court-rewrites-delisting-rules/> (31.03.2019). Kuivõrd põhjendatud on lihtenamise nõue, käsitletakse järgnevates alapeatükkides.

põhiaktsionäridele sama kulukaks kui aktsiaseltsi ühinemise või omandamise puhul, ning seetõttu sai lahend palju kriitikat.¹⁵⁷

Macrotroni otsust lahjendas 2008. aasta *Lindneri*¹⁵⁸ lahend, milles leiti, et juhul kui aktsiatega kauplemine viiakse reguleeritud turult reguleerimata turule (*downlisting*), ei kohaldu *Macrotroni* nimetatud kohustused, kuna need on mõeldud vaid juhtudeks, kui noteerimine lõpetatakse täielikult.¹⁵⁹ Seega leiti, et reguleerimata turg kaitseb investorite omandiõigust sama tugevalt kui reguleeritud turg. Lahendi mõju ei tuleks seejuures alahinnata, kuna *downlisting* moodustas 2003.-2010. aastal enamiku börsilt lahkumise juhtudest.¹⁶⁰

2012. aastal leidis Saksa konstitutsioonikohus, et põhiseadusest tulenev omandiõiguse kaitse ei nõua siiski aktsionäride üldkoosoleku otsuse vastuvõtmist ega kohustusliku ülevõtmispakkumise tegemist.¹⁶¹ Kohtu seisukoha kohaselt ei riiva aktsiate noteerimise lõpetamine aktsionäride omandiõigust, kuna aktsionär jääb aktsia omanikuks, samuti säilib tema hääle- ja dividendiõigus. Lisaks ei võeta aktsionärialt ära õigust oma aktsiaid võõrandada. Seejuures konstitutsioonikohus ei öelnud, et *Macrotroni* otsuse järeldused üldkoosoleku otsuse ja ülevõtmispakkumise kohustuslikkuse osas oleksid valed, vaid rõhutas, et nimetatud kaitsemeetmete puudumine pole põhiseadusvastane.¹⁶² Kinnitust leidsid konstitutsioonikohtu väljendatud seisukohad 2003. aasta *Frosta* lahendis, milles Saksa Ülemkohus otsustas, et emitendi aktsiate noteerimise lõpetamiseks ei ole vaja aktsionäride üldkoosoleku otsust ega teha ülevõtmispakkumist.¹⁶³ Otsus lõi emitentidele soodsa pinnase börsilt lahkumiseks ning seda ilmestab asjaolu, et 2014. aastal, vahetult pärast *Frosta* lahendit, lahkus börsilt ligikaudu 40 emitenti.¹⁶⁴

¹⁵⁷ D. Zetzsche, p 2.

¹⁵⁸ Oberlandesgericht München. 21.05.2008 - 31 Wx 62/07, ZIP 2008, 1137, 1140.

¹⁵⁹ D. Zetzsche, p 10.

¹⁶⁰ Ibid, p 10. Autor viitab Deutsches Aktieninstitut statistikale perioodil 2003 kuni 2010. - https://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/positionspapiere/2010-10-08%20Stellungnahme%20VB%203142-07.pdf (31.03.2019).

¹⁶¹ Bundesverfassungsgericht 11.07. 2012 - 1 BvR 3142/07, 1 BvR 1569/08, NJW 2012, 3081.

¹⁶² D. Zetzsche, p 11.

¹⁶³ BGH. II ZB 26/12, 8.10.2013, BGHZ 90, 408; D. Zetzsche, p 11.

¹⁶⁴ O. Klepsch. Delisting: Stock Exchange Act – requirement to make compensation offer to shareholders. Federal Financial Supervisory Authority (BaFin) 29.01.2016. – https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2016/fa_bj_1601_delisting_en.html (31.03.2019); H. Thies, J. H. Martens. Significant Restrictions on Delisting. Friedrich Graf von Westphalen & Partner mbB 10.12.2015. – <https://www.fgvw.de/en/news/archive-2015/significant-restrictions-on-delisting> (31.03.2019).

Frosta lahend sai palju kriitikat, kuna jättis väikeaktsionärid oluliselt nõrgemasse positsiooni. Survele reageeris seadusandja, otsustades muuta väärtpaberiturgu reguleerivat seadusandlust ning juhindudes seejuures *Macrotroni* lahendist.¹⁶⁵ Samas tuginemata sellele otsesõnu, arvatavasti seetõttu, et konstitutsioonikohus oli lahendi põhjendused põrmustanud. 2015. aasta lõpust kehtima hakanud börsiseaduse (*Börsengesetz*)¹⁶⁶ järgi peab noteerimise lõpetamise taotluse esitamisel esitama ka pakkumise aktsiate ülevõtmiseks analoogselt kohustuslikule ülevõtmispakkumisele ning vastavalt Saksamaa väärtpaberite omandamise ja ülevõtmise seaduses (*Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*) sätestatule.¹⁶⁷ Seadusandja ei võtnud seejuures omaks *Lindneri* lahendis leitud ning kehtiva börsiseaduse kohaselt laieneb ülevõtmispakkumise tegemise kohustus ka *downlisting* juhtumitele,¹⁶⁸ tugevdades veelgi väikeaktsionäride õiguslikku kaitset.¹⁶⁹ Kuigi pealtnäha võib tegu olla mõistliku regulatsiooniga, on säärasel käsitlusel mitmeid vastuargumente.

Aktsionäridele ülevõtmispakkumise tegemise kohustus võib osutuda äärmiselt ebamõistlikuks. Selleks, et börsid suudaksid teiste börsidega konkureerida, peavad reeglid börsilt lahkumiseks olema mõistlikud ning mitte üleliia ahistavad. Kohustuslik ülevõtmispakkumine aktsiate noteerimise lõpetamisel tähendaks paratamatut kulude tõusu kontrolli omava(te)le aktsionäri(de)le. Ettevõtted võivad selle tagajärjel otsustada mitte börsile minna ja kaasata raha muul viisil (erakapital, pangalaen, võlakirjad); või emiteerida aktsiaid mõne muu riigil börsi, juhul kui ülevõtmispakkumise kohustuse sätestab seadusandja; või otsustada siseriiklikult konkureeriva börsi kasuks, mille reglement vastavat kohustust ette ei näe.¹⁷⁰ Teiseks vähendab säärane regulatsioon emitentide valikuvabadust. Kui kohustused börsilt lahkumisel ja ülevõtmisel on aktsiaseltsi kontrolliva aktsionäri jaoks enamjaolt samad, muutuks börsilt lahkumise tavapärane protsess kasutuks ning emitendid või suuraktsionärid võivad hoopis eelistada sundülevõtmist. Seda ilmestab ka statistika, mis näitab, et pärast *Macrotroni* lahendit tõusis sundülevõtmiste arv võrreldes tavapärase börsilt lahkumisega ebaproportsionaalselt kõrgeks. Nii piiratakse aga aktsiaseltside ja aktsionäride valikut teha otstarbekaid ja

¹⁶⁵ O. Klepsch.

¹⁶⁶ Saksamaa börsiseadus *Börsengesetz* (BörsG) § 39. BGBl. I S. 1330, 1351 – BGBl. I S. 1693. – https://www.gesetze-im-internet.de/b_rsg_2007/ (31.03.2019).

¹⁶⁷ Saksamaa väärtpaberite omandamise ja ülevõtmise seadus *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz* (WpÜG) BGBl. I S. 3822 – BGBl. I S. 1693. – https://www.gesetze-im-internet.de/wp_g/ (31.03.2019).

¹⁶⁸ O. Klepsch.

¹⁶⁹ *Downlist*’i alla ei lähe juhtumid, kui kauplemist jätkatakse Euroopa Majanduspiirkonnas tegutseval reguleeritud turul, kus kehtivad samaväärsed investorite kaitsetagatised BörsG’s sätestatuga. Vt BörsG § 39.

¹⁷⁰ D. Zetzsche, p 14-15.

eesmärgipäraseid otsuseid.¹⁷¹ Lisaks võib kohustusliku ülesvõtmispakkumise hinda vaidlustada kohtus ning kohtuvaidlused võivad kesta aastaid.¹⁷²

Kohustusliku ülevõtmispakkumise eeliseks on vaieldamatult aktsionäridele ulatusliku kaitse tagamine. Lisaks kajastub aktsionäride kaitstus ja usaldus emitendi vastu ka kõrgemas aktsia hinnas, tuues kasu ka aktsiaseltsile endale.¹⁷³ On leitud, et väikeaktsionäride kaitset soodustava *Macrotroni* lahendi tagajärjel pärast aktsiate noteerimise lõpetamise otsuse teatavakstegemist aktsiaseltsi aktsia hind tõusis.¹⁷⁴ Statistika näitab aga ligikaudu kahekordset aktsia hinna langust New Yorgi börsil, kus ülevõtmispakkumise tegemise kohustust ei eksisteeri.¹⁷⁵ Seega võidavad aktsionärid hüvitamiskohustusest nii siis, kui börsilt lahkumisel võetakse aktsiad hüvitise eest üle, kui ka siis kui börsilt lahkutakse koos väikeaktsionäridega, kuivõrd aktsia hind pole niivõrd mõjutatud aktsiate noteerimise lõpetamise otsuse avalikustamisest. Vastupidisel juhul pannakse väikeaktsionärid aga sundseisu, kuna aktsiad tuleks enne börsilt lahkumist liiga madala hinnaga ära müüa.¹⁷⁶

Kui aktsiate noteerimine lõpetatakse lõplikult, siis on kahju esinemine aktsia hinna ja likviidsuse languse tõttu on äratuntav.¹⁷⁷ Väikeaktsionäridele tekkiva kahju osas võib aga tekkida kahtlusi, kui tegemist on *downlisting* juhtumiga. Võib koguni juhtuda, et aktsionärid võidavad aktsiaseltsi reguleeritud turult lahkumisel, kuna aktsiaseltsi kulud vähenevad seoses reguleeritud turult lahkumisega.¹⁷⁸ Üleüldine hüvitamiskohustus ei täidaks seega alati kahju hüvitamise eesmärki. Sellest ajendatult kehtestati hüvitamispakkumise tegemise kohustus ka juhtudele, mil aktsiate noteerimise lõpetatakse mistahes reguleeritud turul.¹⁷⁹ Sellekohane muudatus arvestab paremini börsilt lahkumise erijuhtudega ning edendab erinevate börside vahelist konkurentsi, kuivõrd puudub põhjendus, miks samaväärse likviidsuse ja kaitsemeetmetega turule suundudes on aktsionäride huve kuidagi kahjustatud.

¹⁷¹ D. Zetsche, p 15.

¹⁷² P. Maume, p 262.

¹⁷³ D. Zetsche, p 15.

¹⁷⁴ P. Maume, p 273.

¹⁷⁵ J. Macey et al, p 685.

¹⁷⁶ D. Zetsche, p 15 -16.

¹⁷⁷ J. Macey et al, p 685.

¹⁷⁸ D. Zetsche, p 15.

¹⁷⁹ BörsG § 39.

Kuigi Saksa seadusandja kehtestas emitentide börsilt lahkumisel *Macrotroni* otsusest tuntud ülevõtmispakkumise kohustuse, ei peetud millegipärast vajalikuks aktsionäride õigust otsustada aktsiate noteerimise lõpetamise üle üldkoosolekul, ometigi et selleks on mitmeid õigustavaid asjaolusid. Küll aga peab ennetava kaitsemeetmena emitendi juhatuse liige veenduma, et aktsiate noteerimise lõpetamise otsus ei kahjustaks investorite huve.¹⁸⁰ Üheks põhjuseks, miks seadusandja võttis *Macrotroni* lahendi üle poolikult, võib seisneda soovis mitte kergekäeliselt laiendada Saksamaa aktsiaseltsiseaduse (*Aktiengesetz*) § 119 lg-st 1 kinnist loetelu, mis sätestab aktsionäride üldkoosoleku pädevuse.¹⁸¹ Ka õigusteoreetikud kiitsid *Frosta* otsust sarnastest kaalutlustest lähtudes.¹⁸² Samas on Saksamaa Ülemkohus palju vaidlusi tekitanud *Holzmülleri*¹⁸³ kaasuses leidnud, et loetelu pole ilmtingimata kivisse raiutud ning aktsionäride huve ja majanduslikku seisundit oluliselt mõjutavad tehingud vajavad aktsionäride üldkoosoleku heakskiitu.¹⁸⁴ Seega õigusdogmaatilisel ei pruugi üldkoosoleku nõude kehtestamine olla sugugi välistatud.

Veel olulisem on aga küsimus üldkoosoleku nõude kehtestamise mõttekusest. Võib ju väita, et juhul kui üldkoosoleku otsuse vastuvõtmisele kehtib nii Saksa kui ka Eesti seadusele omane lihthäälteenamuse lävend, ei suudaks väikeaktsionärid aktsiaseltsi kontrollivate aktsionäride tahte vastu midagi ette võtta. Siiski ei tasuks seda kaitsemeedet alahinnata, kuna üldkoosoleku pidamine annab väikeaktsionäridele olulise ajapikenduse¹⁸⁵ selleks, et müüa aktsiaid ilma liigse ajasurveta või kaubelda enamusaktsionäridelt välja paremad aktsiaseltsist väljumise tingimused. Samuti välistaks see olukorra, kus börsilt lahkumise otsus tuleks aktsionäride üllatusena. Aktsionäride ajavõidu suhtes võib aga olla kriitiline, kuna tihtipeale on seadustes sätestatud üldkoosoleku etteteatamistähtajad liiga lühikesed, et olla määrava tähtsusega. Ehk veel olulisem õigus, mis kaitsetagatisest tuleneb, on aktsionäride õigus vaidlustada üldkoosoleku otsust, kui on rikutud materiaali- või formaalõigust.¹⁸⁶ Samas võib see osutada

¹⁸⁰ O. Klepsch; BörsG § 39.

¹⁸¹ Saksamaa aktsiaseltsiseadus *Aktiengesetz* BGBl. I S. 1089 – BGBl. I S. 2446. – <http://www.gesetze-im-internet.de/aktg/index.html> (01.04.2019).

¹⁸² J. J. d. Plessis et al, p 90.

¹⁸³ BGH. II ZR 174/80, 25.02.1982, BGHZ 83, 122.

¹⁸⁴ J. J. d. Plessis et al, p 90. Lahendis rõhutati, et olenemata sellest, kuidas on sätestatud sisesuhet reguleerivates dokumentides (põhikiri, asutamisleping), on üldkoosolekul teatud loovutamatud õigused. Mõnel juhul tegemist on fundamentaalsete õigustega ja neid ei saa ära võtta. Vt üldkoosoleku pädevuse kohta ka *Gelatine*’i kaasust (BGH. II ZR 155/02).

¹⁸⁵ Nt üldkoosoleku kokkukutsumise ja üldkoosoleku toimumise vaheline aeg annab aktsionäridele lisaaega aktsiate võõrandamiseks.

¹⁸⁶ D. Zetzsche, p 17. Vrdl Eesti õiguses tuleb kõne alla ÄS § 301¹ alusel tühisuse tuvastamine ja ÄS § 302 alusel otsuse kehtetuks tunnistamine.

äärmiselt ebamõistlikuks, kui otsuse kehtivuse üle vaieldakse kohtutes mitmeid aastaid ning emitent jääb seetõttu börsile lõksu, kuigi tagantjärele võidakse tuvastada otsuse kehtivus. Seega üldkoosoleku otsuse vajalikkus vaid vaidlustamisvõimaluse eesmärgil on kaheldav. Üldkoosolekuotsuse kohustuslikkus peaks olema sätestatud eesmärgiga kaitsta väikeaktsionäre sisuliselt. Selline lähenemine on omaks võetud Suurbritannias ja Singapuris.

3.1.2. Suurbritannia

Suurbritannias korraldab väärtpaberituru üle järelevalvet FCA (*Financial Conduct Authority*)¹⁸⁷, mis on sarnaselt Saksamaale sellel sajandil oma seadusandlust aktsionäride kaitsemeetmete osas mitmel korral muutnud. Veel enne 2005. aastat ei sätestanud börsireeglid, kes peaks vastu võtma noteerimise lõpetamise otsuse, kuid muudatusega sätestati, et börsilt lahkumiseks on vaja 75 protsenti aktsiatega esindatud häälest ning juhul kui emitendil on kontrolli omav aktsionär, on samuti vaja üle poole nn iseseisvate väikeaktsionäride poolthäälest.¹⁸⁸ Muudatuse ajendiks oli tõdemus, et toonane õiguslik režiim ei taga piisavat kaitset väikeaktsionäride, kes on sunnitud müüma aktsiaid ebaõiglaselt madala hinnaga või olema edasi noteerimata aktsiate omanikud. Eriti halb on väikeaktsionäride olukord siis, kui börsilt ei lahkuta sundülevõtmise tagajärjel (mis annab aktsionäridele seaduslikud garantiid), kuna sel juhul puudub väikeaktsionäride väljaostmise kohustus.¹⁸⁹ Kuigi FCA noteerimise lõpetamisega seotud nõuded on olnud pidevas muutumises, pole aktsionäride hääletamise õigust ja hääleearvu lävendit muudetud ning muudatused on olnud pigem kosmeetilised.¹⁹⁰ Seega on Suurbritannia seadusandlus võrreldes Saksamaa regulatsiooniga sisse toonud täiendava väikeaktsionäride kaitsemeetme ning leidnud, et lihtenamushäältega vastu võetud otsused ei tohiks kohalduda emitentide börsilt lahkumise otsustamisel. Kui Saksamaa regulatsioon näeb üldkoosoleku heakskiidu taga pigem meedet börsilt lahkumise protsessi venitamiseks, andes väikeaktsionäridele mõningast lisaaega aktsiatest vabanemisest ja suuraktsionäridega läbirääkimiseks (kuna kontrollivat aktsiapakki omavatel aktsionäridel õnnestub aktsiaselts börsilt varem või hiljem ära viia), on Suurbritannia lahendus suunatud juba märksa rohkem börsilt lahkumise ennetamisele ja väikeaktsionäride õiguste säilitamisele, kuna

¹⁸⁷ Enne 2013. aastat teostas järelevalvet FSA (Financial Services Authority).

¹⁸⁸ Listing Rules. Financial Conduct Authority, 14.03.2019. – <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR.pdf> (04.04.2019).

¹⁸⁹ Consultation Paper 203. Review of the listing regime. Financial Services Authority 2003, p 9.22. – <http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp203.pdf> (20.04.2019).

¹⁹⁰ J. Khort, p 8-9.

lisaks kõrgemale häälteenamuse nõudele on väikeaktsionäridele antud ka paralleelne otsustusõigus otsustamaks kahjuliku tehingu tegemise üle koos teiste sarnases positsioonis olevate isikutega.

Erinevate regulatsioonide mõju saab hinnata juba varasema kogemuse pinnalt. Tänu sellele, et *Macrotroni* lahend tehti 2002. aastal ja FCA läbiviidud muudatus jõustus 2005. aastal, on võimalik hinnata toonaste regulatsioonide erinevusest tulenevat mõju, kuivõrd *Macrotroni* järgi kehtisid mõlemad kaitsemeetmed aktsionäride heakskiidu ja hüvitamiskohustuse näol ning Suurbritannias alates 2005. aastast vaid väike- ja suuraktsionäride heakskiidu nõue. Kui pärast *Macrotroni* lahendit vähenes oluliselt tavapärane noteerimise lõpetamine ning tõusis börsilt lahkujate arv kohustusliku ülevõtmispakkumise kaudu, siis puuduvad tõendid selle kohta, et sarnast mõju oleks omanud FCA 2005. aasta muudatused. Põhjuseks võib olla just erinevus hüvitamiskohustuse olemasolus. Samuti tuleb arvesse võtta, et kuni *Lindneri* lahendini 2008. aastal kehtisid mõlemad kaitsemeetmed ka *downlisting* juhtumite puhul.¹⁹¹ Seega võis erinevus Saksamaa ja Suurbritannia börsidel vahel olla tingitud just nendest kahest tegurist. Samas ei saa eeltoodud info põhjal teha järeldusi, milline on olnud mõju emitentide börsilt lahkumise arvule tulenevalt üldkoosoleku häältearvu nõude erinevusele.

Suurbritannias kehtiv nõ kahetasandiline hääletamissüsteem evib mitmeid positiivseid tagajärgi väikeaktsionäride jaoks, kuid ka muudatuse väljatöötamisel on tunnistatud, et kuigi väikeaktsionärid vajavad adekvaatset kaitset, võib see viia olukorrani, kus väikeaktsionäridele saab osaks liiga suur võim.¹⁹² Tekib paradoksaalne olukord, kus vastupidiselt üldistele ühinguõiguslikele põhimõtetele saavad väikeaktsionärid dikteerida aktsiaseltsi äristrateegiat. Börsil olemisega kaasnevad emitendile aga börsiregulatsioonide järgimisest suured kulutused ning seega on küsitav kas väikeaktsionäride isiklikud huvid kaaluvad üles emitendi ja suuraktsionäride huvid. Probleem tõusetub eriti teravalt esile Singapuris.

¹⁹¹ J. Khort, p 15-16.

¹⁹² Consultation Paper 203. Review of the listing regime, p 9.23.

3.1.3. Singapur

Singapuri regulatsioon on kombinatsioon Saksamaa ja Suurbritannia regulatsioonidest¹⁹³ ning näeb börsilt lahkumiseks ette nii suur- ja väikeaktsionäride nõusolekut kui ka aktsionäride aktsiate ülevõtmispakkumise kohustust. Erinevalt kahele nimetatud Euroopa riigile on aga Aasia majandusmekas Singapuris aina rohkem hakatud tähelepanu pöörama väikeaktsionäride vastumeelsuse olulisusele. Kehtiva regulatsiooni kohaselt on Singapuri börsil SGX (*Singapore Exchange*) sarnaselt Suurbritanniale börsilt lahkumise eelduseks nõue, mille kohaselt aktsiate noteerimise lõpetamise otsuse poolt peab hääletama vähemalt 75 protsenti aktsionäridest.¹⁹⁴ Olulise lisakaitsemeetmena on Singapuri börsiaktsiaseltside aktsionäridel noteerimise lõpetamise otsustamisel nn vetoõigus. Börsi reglemendi järgi ei rahulda Singapuri börsikorraldaja noteerimise lõpetamise taotlust, kui aktsionäride üldkoosolekul hääletavad selle vastu 10 protsenti või enam aktsionäridest.¹⁹⁵ Garanteerimaks börsilt lahkumise edukust, peavad seda soovivad suuraktsionärid omama järelikult vähemalt 90 protsenti emitendi aktsiakapitalist või siis lootma sellele, et üle 10 protsendi aktsionäridest pole otsuse vastu.

Esmapilgul võiks väita, et Singapuri börsil on väikeaktsionäridele tagatud eriti tugevad kaitsemeetmed, seejuures tugevamad kui Suurbritannias, kus aktsionäridel vetoõigust pole. Seda ilmestab ka lihtne matemaatiline arvutus. Lihtsuse mõttes oletame, et 100 aktsiaga aktsiaseltsil on 26 aktsionäri – 75 aktsiat kuulub kontrolli omavale suuraktsionärile ning 25 aktsiat on jagatud kõik erinevate väikeaktsionäride vahel. Toimub aktsionäride üldkoosolek, kuhu tulevad kõik aktsionärid. Selleks, et aktsiaselts saaks lahkuda börsilt Suurbritannias, on vaja, et noteerimise lõpetamise otsuse poolt hääletaks 1 suuraktsionär (75% aktsiatest). Emitendi börsilt lahkumise takistamiseks peab vastava otsuse vastu olema üle poole aktsiatega esindatud häälest ehk 13 väikeaktsionäri. Selleks, et lahkuda börsilt Singapuris, on samuti vaja 1 suuraktsionäri heakskiitu, kuid noteerimise lõpetamise takistamiseks peab vastava otsuse vastu hääletama 10 aktsionäri. Singapuri lähenemine annab antud arvutuskäigu juures väikeaktsionäridele 3-protsendile eelise.

¹⁹³ Singapuri ühinguõigus ja väärtipaberiturustõigus põhineb suuresti Suurbritannia õigusaktide ülevõtmisel. Vt C. H. Chen, W. Zhang, W. Y. Wan. Regulating squeeze-out techniques by controlling shareholders: The divergence between Hong Kong and Singapore. – Journal of Corporate Law Studies 2017, p 4.

¹⁹⁴ Singapore Exchange (SGX). Rulebooks. Mainboard Rules, 13(IV)1037(2), muudetud 31.03.2017. – http://rulebook.sgx.com/en/display/display_main.html?rbid=3271&element_id=5345 (03.04.2019). Hääled ei lähe arvesse omaaktsiate ja tütarühingute puhul.

¹⁹⁵ Singapore Exchange (SGX). Rulebooks. Mainboard Rules, 13(IV)1037(3). Hääled ei lähe arvesse omaaktsiate ja tütarühingute puhul.

Teiselt poolt on vetoõigusel on ka oma pahupool. Nimelt eeldab Singapuri regulatsioon börsilt lahkumise takistamiseks väikeaktsionäride poolt aktiivset tegutsemist, samas kui Suurbritannia puhul mitte ning hoopis börsilt lahkumiseks on tarvis aktsionäride poolehoidu. Kui väikeaktsionärid on passiivsed ja ei ilmu üldkoosolekule või jätavad hääletamata, on Singapuris hääletavates väikeaktsionäridel palju keerulisem börsilt lahkumise otsuse tegemist takistada.¹⁹⁶ Võtame näiteks sama aktsiaseltsi, kuid üldkoosolekule ilmub kohale 9 väikeaktsionäri ning 1 aktsiaseltsi suuraktsionär, kes omab 75 aktsiatega esindatud häälest. Üldkoosolekul on seega kohal 84 aktsiatega esindatud häält. Lihtne arvutus näitab, et Singapuris on börsilt lahkumise takistamine väikeaktsionäride poolt välistatud, kuna isegi kui kõik üldkoosolekul osalevad väikeaktsionärid hääletavad noteerimise lõpetamise otsuse vastu, saavutatakse maksimaalselt 9 protsendi suurune hääle osakaal. Mida väiksem on Singapuri börsiaktsiaseltsi üldkoosolekul osa võtvate väikeaktsionäride arv, seda lihtsam on emitendil börsilt lahkuda. Sama näite puhul Suurbritannias on jällegi võimatu aktsiate noteerimise lõpetamise otsust vastu võtta, kuna positiivse otsuse poolt peab hääletama vähemalt 13 väikeaktsionäri – väikeaktsionäride enamus.

Kuigi võiks väita, et nende väikeaktsionäride, kellel puudub huvi osaleda börsilt lahkumise üle otsustaval aktsionäride üldkoosolekul, õigusi ei peakski kaitsma, kuna üldkoosolekul mitte osalemine võib olla tõlgendatav väikeaktsionäride ükskõiksusena börsilt lahkumise suhtes, tuleb siiski arvesse võtta, et ka väikeaktsionäride seas on osade aktsionäride huvi kõrgendatum kui teistel ning vetoõiguse kasutamise välistatus vähese osavõtu tõttu oleks ebauus just esimeste suhtes. Hüpoteeetilises olukorras, kus kontrolliv suuraktsionär omab 75 protsenti aktsiaseltsi aktsiatest ja väikeaktsionärid omavad ülejäänud 25 protsenti aktsiatest, võib aktsiate hajutus ka väikeaktsionäride seas erineda. Kui 25 protsendi väikeaktsionäride hulgas on aktsionär, kes omab 9 protsenti aktsiaseltsi aktsiatest ja ülejäänud 16 protsenti aktsiatest omavad võrdselt 1000 aktsionäri, siis on tõenäoline, et neil 1000 aktsionäril on väiksem huvi aktsiaseltsi käekäiku mõjutada ja üldkoosolekul osaleda, kuivõrd börsilt lahkumise otsuse rahalised tagajärjed ei mängi nende jaoks niivõrd olulist rolli. Tuleb arvestada ka seda, et mittekutselistele investoritele kuulub märkimisväärne osa aktsiaturgudel kaubeldavatest aktsiatest¹⁹⁷ ning väga

¹⁹⁶ H. Chen et al, p 41-42.

¹⁹⁷ 2017. aastal omasid mittekutselised investorid 39 protsenti Ameerika Ühendriikides aktsiaturgudel kaubeldavatest aktsiatest. Vt Securities Industry and Financial Markets Association. Fact Book. SIFMA 2018, p 75. - <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2017/08/US-Fact-Book-2018-SIFMA.pdf> (05.04.2019). Vrdl

hajutatud turu puhul võivad väikeinvestorite hääled olla otsustava tähtsusega. Seda ilmestab ka asjaolu, et mittekutseliste investorite osalus äriühingute üldkoosolekutel on väga väike. Väidetakse koguni, et Ameerika Ühendriikides osalevad vaid alla kolmandiku mittekutselistest investoritest äriühingu üldkoosolekul.¹⁹⁸ Samuti on leitud, et mittekutselised investorid, kes omavad väga väikest osa emitendist, toetuvad oma otsustes suuresti emitendi juhatuse soovitudele ja seisukohtadele ning kutselised väikeaktsionärid, kes on juhatuse otsuse vastu, ei suuda mittekutselisi aktsionäre väga lihtsalt ümber veenda. Peale selle on juhatuse ametliku seisukoha vastu kampaania tegemine kulukas ning mittekutseliste investorite harimine parima otsuse osas on keeruline ja aeganõudev protsess.¹⁹⁹

Mis puudutab nii Singapuris kui ka Suurbritannias kehtivat üldkoosoleku kõrgendatud 75-protsendilt häälteenamuse nõuet, siis selle nõrkusena on välja toodud, et väikeaktsionärid võivad hakata enda tugevdatud positsiooni ära kasutama. Juhul kui väljaostupakkumine on objektiivselt mõistlik ja õiglane, oleks suuraktsionäri suhtes ebaaus, kui väikeaktsionärid hääletavad börsilt lahkumise vastu selleks, et saada börsilt lahkumiseks ebamõistlikult soodsaid tingimusi.²⁰⁰ Eriti kehtib potentsiaalne oht kutseliste investorite puhul, kellel on tugevam võimupositsioon. Näiteks juhul, kui kontrolliv suuraktsionär suudab turul kokku osta küll 75% aktsiatest, kuid 11% aktsiatest kuulub mõnele investeerimisühingule, on see väga soodne pinnas kauplemaks endale aktsiate eest kõrgemat väljaostuhinda. Kui sundülevõtmise läbiviimiseks on kontrollival aktsionäril tarvis omada vähemalt 90% aktsiatest (nagu see on paljudes riikides, sh Singapuris²⁰¹ ja Euroopa Liidu riikides²⁰²), on suuraktsionärid sundseisus isegi siis, kui nad omavad kõiki ülejäänud emitendi aktsiaid, kuna välistatud on nii tavapärane börsilt lahkumine kui ka eesmärgi saavutamine sundülevõtmise kaudu. Seega ei julgusta regulatsioon aktsiaseltside omandamist ka ülevõtmispakkumise teel, kui ülevõtja teab, et isegi vabatahtlikul

2002. aastal omasid kogu NYSE börsi peale mittekutselised investorid kokku ligikaudu 50% aktsiatest,. Vt J. D. Cox. Leaving Money on the Table: Do Institutional Investors Fail to File Claims in Securities Class Actions? – 80 Washington University Law Quarterly 2002, p 855.

¹⁹⁸ C. P. Skroupa. Retail Shareholders- They're Not Voting, And It's An Issue. Forbes 15.05.2018. – <https://www.forbes.com/sites/christopherskroupa/2018/05/16/retail-shareholders-theyre-not-voting-and-its-an-issue/> (05.04.2019).

¹⁹⁹ L. A. Harris. Missing in Activism: Retail Investor's Absence in Corporate Elections. Research Paper No. 45. University of Memphis School of Law: Columbia Business Law Review 2010/1, p 167.

²⁰⁰ Consultation Paper. Proposed Amendments to Voluntary Delisting Regime. Singapore Exchange 09.11.2018, p 4. – <https://api2.sgx.com/sites/default/files/2018-11/Consultation%20Paper%20-%20Proposed%20Amendments%20to%20Voluntary%20Delisting%20Regime.pdf> (20.04.2019).

²⁰¹ Companies Act 1967. Singapore Statutes Online 31.10.2006, § 215 – <https://sso.agc.gov.sg/Act/CoA1967> (25.04.2019).

²⁰² Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2004/25/EÜ ülevõtmispakkumiste kohta. – ELT L 142/12, art 15 lg 1(a)

ülevõtmispakkumisel tehtud helde pakkumine ei taga positiivset tulemust, kuna 11 protsenti omav aktsionär saab kaubelda endale veel paremat aktsiate ostuhinda.²⁰³

Singapuri börsikorraldaja pole eelnevas siiski niivõrd suurt probleemi näinud ja on reglemendi parandamiseks ning väikeaktsionäride huvide suuremaks kaitsmiseks välja käinud mitmeid variante, sh ka aktsionäride üldkoosoleku häältearvu osas. Ajendatult sellest, et kehtiv vetoõiguse regulatsioon soosib suuraktsionäre, kes võivad üldkoosoleku madalast osalusest, tehti ettepanek anda, sarnaselt Suurbritanniale, väikeaktsionäridele võimalus otsustada aktsiate noteerimise üle isekeskis. Seejuures otsuse vastuvõtmiseks oleks samuti vaja üle poole väikeaktsionäride poolthäälest, kuid kontrollivad aktsionärid ei saa hääletusel osaleda. Selleks, et muudatust tasakaalustada, tehti ettepanek vähendada aktsionäride üldkoosoleku 75-protsendilise häältearvu nõuet lihtenamusele.²⁰⁴ Võrreldes Suurbritannia regulatsiooniga tähendaks see, et suuraktsionärid ei saaks üldse hääletada, kuid sisuliselt see midagi ei muudaks, kuna suuraktsionäri poolt otsuse vastuvõtmine on pelk formaalsus, kuna vabatahtlik börsilt lahkumine ilma kontrolliva aktsionäri soovita oleks mõeldamatu. Kuigi võib tunduda ebaõiglane, et suuraktsionärid, kelle majanduslikud huvid börsilt lahkumisel on kõige rohkem mängus, ei saa hääletamisest osa võtta, pole õiguslikult millegi erakordsega. On tavaline, et aktsionär ei või hääletada, kui otsustatakse tehingu tegemise üle, milles aktsionäril on isiklikud majanduslikud huvid, mis prevaleerivad aktsiaseltsi huvide ees.²⁰⁵ Samadel alustel põhjendati ka muudatuse ettepanekut Singapuris.²⁰⁶ Börsikorraldaja ettepanekud on kohalike ekspertide poolt saanud sooja vastuvõtu osaliseks, kuna muudatused annaksid väikeaktsionäridele märkimisväärselt suurema sõnaõiguse.²⁰⁷

Lisaks hääletamisprotseduuri muutmisele esitati muudatuse ettepanekuid ka aktsionäridele makstava hüvitise osas. Ka kehtiva Singapuris laieneb lisaks väikeaktsionäride vetoõigusele omakorda kohustus teha aktsionäridele „mõistlik väljumispakkumine“ (*reasonable exit offer*),

²⁰³ A. Tan. SGX mulls new rule to protect minority shareholders in delistings. The Business Times 12.06.2018. – <https://www.sgsme.sg/news/sgx-mulls-new-rule-protect-minority-shareholders-delistings> (04.04.2019).

²⁰⁴ Väikeaktsionäride häälte hulka ei loeta mh nende isikute hääli, kes on kontrolliva suuraktsionäri kontrolli all või tegutsevad suuraktsionäriga kooskõlastatult. Vt Consultation Paper. Proposed Amendments to Voluntary Delisting Regime, p 7-8.

²⁰⁵ Nt ÄS § 303, mis keelab hääletamise, kui otsustatakse aktsionäri ja aktsiaseltsi vahel tehingu tegemise üle.

²⁰⁶ Consultation Paper. Proposed Amendments to Voluntary Delisting Regime, p 8.

²⁰⁷ A. Gabriel. Voluntary delisting offer: SGX Regco proposing shift of voting power to minorities. Business Times 10.11.2018. – <https://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/voluntary-delisting-offer-sgx-regco-proposing-shift-of-voting-power-to-minorities> (06.04.2018).

mis on omane ka Saksamaale. Seejuures, kui Saksamaal tuleb ostuhinna osas järgida ülevõtmispakkumise reegleid ning pakkumine tuleb sarnaselt mitmetes teistes riikides kehtiva regulatsiooni kohasel kooskõlastada järelevalveasutusega²⁰⁸ siis Singapuris määratakse väljumisel makstav aktsia hind emitendi poolt määratud iseseisva finantsnõustaja abil,²⁰⁹ mis on aga omakorda oma subjektiivsuse tõttu kriitikat saanud. Seda näitab ka statistika, mille järgi on Singapuri börsilt lahkudes finantsnõustajad vaid kahel korral leidnud, et noteerimise lõpetamisel tehtav ülevõtmispakkumine pole mõistlik, samas kui pakkumised ei vastanud ilmselgelt aktsiaseltsi ja aktsiate tegelikule väärtusele.²¹⁰ Singapuri börsikorraldaja tegi küll ettepanekuid hüvitise määramise kriteeriumite osas, kuid selle suurus jääb ikkagi erasektori otsustada.²¹¹ Seega on Saksamaa regulatsioon selles osas väikeaktsionäride huve paremini kaitsev, kuna välistab ostuhinna suuruse määramisel ilmse subjektiivsuse. Kaasates ostuhinna suuruse kooskõlastamise protsessi riikliku järelevalveasutus, on tulemus erapooletu ja läbipaistev ning pigem väikeaktsionäre soosiv.

3.1.4. Ameerika Ühendriigid

Ameerika Ühendriikides on väärtpaberibörsi regulatsiooni aluseks 1933. (*Securities Exchange Act of 1933*)²¹² ja 1934. aastal Kongressi poolt vastu võetud väärtpaberitega kauplemise seadused (*Securities Exchange Act of 1934*),²¹³ mille kohaselt on emitentidel absoluutne õigus aktsiaseltsi aktsiate noteerimine lõpetada.²¹⁴ NYSE ja Nasdaq'i börsi reglemendid näevad ette, et aktsiate noteerimise lõpetamise taotluse esitab börsikorraldajale aktsiaseltsi juhatuse,²¹⁵ mille

²⁰⁸ O. Klepsch. Erinevalt ülevõtmispakkumisest, kus hinna aluseks võetakse viimase kolme kuu aktsiahind, tuleb õiglast hinda arvutada kuue kuu aktsiahinna alusel.

²⁰⁹ Singapore Exchange (SGX). Rulebooks. Mainboard Rules, 13(IV)1039(2).

²¹⁰ H. Chen, W. Zhang, W. Y. Wan. Regulating squeeze-out techniques by controlling shareholders: The divergence between Hong Kong and Singapore. – *Journal of Corporate Law Studies* 2017, p 40.

²¹¹ Vastavalt ettepanekule on kehtiva regulatsiooni nõrkuseks see, et iseseisev finantsnõustaja, kes mõistliku hinna määrab, saab reglemendi kohaselt hinnata vaid "mõistlikkust", kuid mitte hinna "õiglust". Varasemalt tuli ette olukordi, kus nõustaja leidiski, et hind pole õiglane, kuid see ei muutnud lõpptulemust ja hind oli seega aktsepteeritav ("õiglane" – vähemalt võrdne aktsia väärtusega, "mõistlik" – tuleb hinnata ka aktsiaga kaasenevaid hääleõigusi jne). Vt Consultation Paper, p 6-7.

²¹² Securities Exchange Act of 1933. – <https://www.sec.gov/answers/about-lawsshtml.html#secact1933> (20.04.2019).

²¹³ General Rules and Regulations, Securities Exchange Act of 1934. Electronic Code of Federal Regulations. – <https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4.0.1.1.1&rgn=div5> (20.04.2019). Seaduse alusel loodi ka Väärtpaberite ja Börsitehingute Komisjon (SEC).

²¹⁴ T. Farris.

²¹⁵ NASDAQ. U.S. Market Rules and Regulations, p 5840(j)(1). – http://nasdaq.cchwallstreet.com/NASDAQTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp_1_1_1_1&manual=%2Fnasdaq%2Fmain%2Fnasdaq-equityrules%2F (06.04.2019);

liikmetel on üldine hoolsuskohustus (*fiduciary duty*) käituda aktsiaseltsi ja aktsionäride parimates huvides, kuid aktsionäride heakskiitu otsus ei vaja.²¹⁶ Väärtpaberite ja Börsitehingute Komisjonil (SEC) on seejuures õigus börsikorraldajale või emitendile sellekohase ettekirjutuse tegemisel noteerimise lõpetamist edasi lükata, eesmärgiga teha kindlaks, kas börsilt lahkumisel järgitakse börsil kehtivaid reegleid. Lisaks on Komisjonil õigus seada lisatingimusi börsilt lahkumiseks, kui leitakse, et aktsionäride õigused pole piisavalt tagatud.²¹⁷ Vastava õiguse kasutamine on aga harv nähtus ning Komisjon on rahuldumata jätnud ka pealtnäha raskeid rikkumisi.²¹⁸ Ühel juhul jättis Komisjon rahuldumata aktsionäride kaebuse, milles aktsiate noteerimise lõpetamise otsus võeti vastu emitendi asutamisriigi seaduste vastaselt. Kohaliku seadusandluse järgi oli aktsiate noteerimise lõpetamiseks kohustuslik aktsionäride üldkoosoleku heakskiit, kuid vastav otsus tehti juhatuse poolt. Komisjon ei takistanud aktsiate noteerimise lõpetamist, kuna aktsionäride ja avalikkuse huvid olid piisavalt kaitstud.²¹⁹ Edu pole aktsionäre üldjuhul saatnud ka kohtus, kui vaidlustatakse Komisjoni otsust. Ühes olulisemas kaasuses *Atlas Tack Corp. v. NYSE* on Ameerika Ühendriikide esimese astme apellatsioonikohus väljendanud seisukohta, et aktsiate noteerimise lõpetamisel on olemasolevate investorite huvide kahjustamine paratamatu ning lisatingimuste kehtestamine tuleks kõne alla ainult väga ebatavalistes olukordades. Samuti leidis kohus samas asjas, et kui Komisjon otsustab, et täiendavata aktsionäride kaitsemeetmete pole vajalik, siis kohus ei peaks Komisjoni otsust üldjuhul asendama, seda enam, et Komisjonil on aktsionäride kaitsmiseks võimalik rakendada ulatuslikke meetmeid.²²⁰ Ameerika Ühendriikides on seega Komisjoni võim üsna suur ning kohtud ei soovi pigem Komisjon töösse sekkuda.

Nagu ülaltoodust nähtub, pole Ameerika Ühendriikides väikeaktsionäridele sätestatud kaitsemeetmeid seoses üldkoosoleku hääletuse või ülevõtmispakkumise tegemise kohustusega.

NYSE Company Manual. Section 8. Suspension and Delisting p 806.02. – http://wallstreet.cch.com/LCMTTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp_1_9_4&manual=%2Fflcm%2Fsections%2F%2F%2F (06.04.2019).

²¹⁶ T. Farris.

²¹⁷ J. Khort, p 8-9.

²¹⁸ Ibid, p 9.

²¹⁹ Order Granting the Application of Carmel Container Systems Ltd. to Withdraw its Ordinary Shares, NIS 1.0 par value per share, from Listing and Registration on the American Stock Exchange LLC File No. 1-09274. Securities and Exchange Commission 06.04.2005. – <https://www.sec.gov/rules/delist/1-09274-o.htm> (06.04.2019); Emitent peab aktsiate noteerimise lõpetamise protseduuri läbiviimisel järgima ka asutamisriigi seadusandlust. Vt rikkumise alust: Securities Exchange Act of 1934, § 240.12d2-2(c)(2)(i).

²²⁰ *Atlas Tack Corp. v. New York Stock Exchange*. United States Court of Appeals for the First Circuit. 03.06.1957, 246 F.2d 311 (1st Cir. 1957), p 34 ja 36. – <https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/246/311/374325/> (06.04.2019).

Ainus teoreetiline võimalus oma huve kaitsta on läbi kohtu, hagedes noteerimise lõpetamise poolt olnud juhatuse liikmeid, heites ette hoolsuskohustuse rikkumist. Kuigi kõige enam on Ameerika kohtupraktikas juhtumeid, kus juhatuse liikmetele pannakse süüks sunniviisilise noteerimise lõpetamise põhjustamist, esineb ka üks kaasus, milles aktsionäride hagi seoses juhatuse liikme otsusega lõpetada emitendi aktsiate noteerimine rahuldati juhatuse liikme hoolsuskohustuse (lojaalsuskohustuse) rikkumise tõttu.²²¹ Kaasuses *Berger v. Scharf* mõistis kohus aktsionäridele välja hüvitise, mis oli põhjustatud noteerimise lõpetamise tagajärjel tekkinud aktsia väärtuse langemisest, kuna juhatuse liikme motiivid olid seotud noteerimise lõpetamisest saadava isikliku kasuga.²²² See on kooskõlas ka Ameerika Ühendriikides üleüldiselt kehtiva arusaamaga, mille järgi hoolsuskohustuse rikkumisega saab tegemist olla üldjuhul vaid huvide konflikti olukorras.²²³ Üks põhjuseid, miks kohtud ei tee samasugustes olukordades rohkem juhatuse liikmeid vastutama panevaid otsuseid, võib jääda väheste tõendite taha. Väikeaktsionäridel puudub tõendatud teave selle kohta, et juhatuse liikmed saavad börsilt lahkumise otsusest kasu.²²⁴

Kuna eelnimetatud kaasuse näol on tegemist ainsa väikeaktsionäride jaoks lõppenud positiivse otsusega Ameerika Ühendriikides, on alust väita, et aktsionärid kaitsemeetmed ka pärast noteerimise lõpetamist on üsna kesised, eriti arvestades, et kohtud on Komisjoni otsuste ümbervaatamisel üsna ettevaatlikud. Seega on Ameerika Ühendriikides aktsionäride otsesed kaitsemeetmed aktsiate noteerimise lõpetamisel ja pärast seda peaaegu olematud. Pädevus otsustamaks börsilt lahkumisel väikeaktsionäride kaitse üle on usaldatud suures osas Komisjonile ning aktsionäridel endil puuduvad kaitsemeetmed, mida nad saavad kasutada iseseisvalt ja enne aktsiate noteerimise lõpetamist. Tuleb arvestada ka seda, et kui aktsiaseltsi aktsiad on turul väga hajutatud, puudub väga väikest osa omavatel aktsionäridel motivatsioon kulutada suuri rahasummasid kohtuvaidluste tarbeks, kui positiivse tulemuse korral saadav kasu on olematu või imeväike. Võrreldes eelnevalt käsitletud riikidega on Ameerika Ühendriikides äriühingute vabadus börsilt lahkuda oluliselt suurem ning väikeaktsionäride võimalused börsilt lahkumise otsuses kaasa rääkida oluliselt väiksem. Autor leiab, et Ameerika Ühendriikide näitel pole juhatuse liikmete vastutusele võtmise võimalus sobiv kaitsemeede väikeaktsionäride efektiivseks kaitsmiseks, kuna see ei võimalda takistada emitendi börsilt lahkumist ning

²²¹ J. Khort, p 16.

²²² *Berger v. Scharf*. Supreme Court New York County. 29.03.2006, 11 Misc 3d 1072(A). – <https://law.justia.com/cases/new-york/other-courts/2006/2006-50519.html> (20.04.2019).

²²³ J. Khort, p 12.

²²⁴ J. M. Fried. *Firms Gone Dark*. – The University of Chicago Law Review 2009/76, p 147.

tuginedes kohtupraktikale on juhatuse liikmete vastutusele võtmine ka keeruline, esiteks vastutuse aluste ja teiseks tõendamise problemaatilisuse tõttu.

Ameerika Ühendriikide börsidel pole aktsionäridele kaitsemeetmete tagamine jäänud siiski täiesti tähelepanuta ning hetkel kehtiva regulatsioonini on jõutud teatud põhjustel. Veel kuni 1997. aastani kehtis näiteks NYSE börsil reegel, mille kohaselt emitendi aktsiate noteerimise lõpetamise otsuse vastuvõtmiseks oli vaja 2/3 aktsiaseltsi koguaktsiate poolthääli ning otsuse vastu ei tohtinud olla rohkem kui 10% aktsiatega esindatud häälest. Reegel sai palju kriitikat, sh Nasdaq'i poolt, kuna see on konkurentsi hävitava iseloomuga. Nasdaq heitis NYSE'le ette, et reegel oli loodud ilmselgelt selleks, et emitendid ei läheks teistele börsidele.²²⁵ Nasdaq'i väiteid võis ka tõsiselt võtta, kuna aastatel 1993-1994 lahkus vabatahtlikult NYSE börsilt vaid üks emitent ning ainult üksi 1998. aastal Nasdaq börsilt 66 ning AMEX'i börsilt 17 emitenti.²²⁶ Seega näitab ka statistika, et NYSE börsil kehtinud investorite kaitsemeede oli äärmiselt konkurentsivaenulik. Lisaks sellele on leitud, et kaitsemeede ei kaitse ka tegelikult investoreid, kuna börsilt lahkumine võib olla tegelikult emitentide ja aktsionäride huvides, kuna juhul, kui on oht, et ei järgita börsi reglemendis sätestatud majandusnäitajaid, on kasulik otsustada vabatahtliku noteerimise lõpetamise kasuks, mitte oodata kuni börsikorraldaja aktsiaseltsi börsilt sunniviisiliselt lahkuma sunnib, kuivõrd see langetaks aktsia väärtust veelgi.²²⁷ Veel toodi õiguskirjanduses välja, sarnaselt kriitikale Singapuri regulatsiooni kohta, et väikeinvestoritele saaks osaks liiga suur võim.²²⁸ Samas oli üldine kriitika suunatud ikkagi konkurentsivõimelisuse takistamisele ning aktsionäride kaitse või võimu argument polnud NYSE börsi reglemendi muudatuste tegemisel esmajärguline. See nähtub ka NYSE reglemendis läbi viidud muudatuste kronoloogiast. Nimelt muudeti börsi reglemendi selliselt, et kaotati üldkoosoleku hääletamise nõue ning see asendati kahe aktsionäre kaitsma pidavate meetmetega: noteerimise otsuse peab heaks kiitma emitendi auditikomitee ning juhatuse enamus.²²⁹ Samas 2003. aastal kaotati kriitika tõttu ka need nõuded, kuna ka uus protseduur on emitentidele liiga koormav ja kulukas.²³⁰ Seetõttu leiab autor, et muudatused olid ajendatud just

²²⁵ NASD Opposes SEC Approval of NYSE's Anti-Competitive Amendment to Rule 500. Financial Industry Regulatory Authority 22.06.1999. – <https://www.finra.org/newsroom/1999/nasd-opposes-sec-approval-nyses-anti-competitive-amendment-rule-500> (07.04.2019); J. Khort, p 22.

²²⁶ J. Khort, p 23.

²²⁷ J. Khort, p 23; J. R. Macey, D. D. Haddock. Shirking at the SEC: The Failure of the National Market System. Faculty Scholarship Series. – University of Illinois Law Review 1985, p 350.

²²⁸ J. R. Macey, D. D. Haddock, p 350

²²⁹ NYSE Rulemaking: To Amend Rule 500 Relating to Voluntary Delistings by Listed Companies. 34-39394/SR-NYSE-97-31. – Securities Exchange Commission 03.12.1997. – <https://www.sec.gov/rules/sro/9731not.htm> (08.04.2019).

²³⁰ J. Khort, p 25.

emitentide huve silmas pidades ning väikeaktsionäride kaitse on Ameerika börsidel pigem teisejärguline. Börsilt lahkumise tegemise otsuse jätmine pelgalt emitendi hoolsuskohustuse kaitse alla pole adekvaatne kaitsemeede, kuivõrd väikeaktsionäridel puudub efektiivne võimalus takistada aktsiate noteerimise lõpetamise otsust, saada aktsiate eest õiglast ostuhinda ning samuti võidelda oma õiguste eest vähemalt pärast emitendi lahkumist börsilt.

3.2. Võimalikud kaitsemeetmed Eesti õiguses

Riikidel ja börsidel on börsilt lahkuvate aktsiaseltside väikeaktsionäridele sätestatud väga erinevad kaitsemeetmed. Väikeaktsionäride kaitse on üldistades lahendatud kolmel erineval viisil. Esiteks, väikeaktsionärid saavad oma huve kaitsta aktsionäride üldkoosolekul ning seda erinevates variatsioonides (erinevad häältearvu nõuded või vetoõigus). Teiseks, aktsionäride huvid on kaitstud juhatuse liikmete hoolsuskohustusega. Kolmandaks, väikeaktsionäride huvide kaitse on tagatud siis, kui neile tehakse aktsiate ülevõtmispakkumine. Mõningase reservatsiooniga võib aktsionäride kaitsemeetmeks pidada ka ooteaega aktsiate noteerimise lõpetamisest teatamise või vastava taotluse rahuldamise ja aktsiate tegeliku noteerimise lõpetamise vahel. Samas ei leia autor, et tegemist on iseseisva kaitsemeetmega, kuivõrd see ei anna väikeaktsionäridele võimalust mõjutada lõpptulemit ega kaitse aktsionäride investeringut, kuna aktsiad ei muutu ooteaja pikkuse tõttu vähem ega rohkem likviidsemaks, kui avalikkus on aktsiate noteerimise lõpetamise otsusest teadlik. Kuigi ooteaeg annab väikeaktsionäridele rohkem aega aktsiate ostja otsimiseks ja suuraktsionäridega läbirääkimiseks, on pigem tegemist abistava meetmega, mis iseseisvalt nii suurt mõju ei oma.²³¹ Samuti ei leia autor, et Ameerika Ühendriikides kehtiv juhatuse liikme hoolsuskohustus oleks piisav kaitsemeede, kuivõrd börsilt lahkumise otsus pole igapäevane ja tavapärane tehing, vaid otsus, mis muudab kardinaalselt aktsia omaniku õigusi. Aktsionärid jäävad välja väärtpaberiturul kehtivate regulatsioonide kaitsealast ning samuti on tõenäoline, et kannatab aktsiate hind ja likviidsus. Kuna Ameerika Ühendriikide kohtupraktika kohaselt on aktsionäride võimalused pärast aktsiate noteerimise lõpetamist oma õigusi kaitsta suhteliselt kesised, ei leia autor, et tegemist on efektiivse kaitsemeetmega.

Autor on seisukohal, et kõige mõistlikum väikeaktsionäride kaitsemeede on Saksamaal kehtiv kohustusliku ülevõtmispakkumise tegemise režiim. See tähendab, et kui emitent soovib aktsiate

²³¹ P. Maume, p 262.

noteerimise börsil lõpetada, tuleb esitada vastav taotlus ning olenemata sellest, kas varasemalt on tehtud vabatahtlik ülevõtmispakkumine, peavad ülevõtjad või börsilt lahkuda sooviv(ad) suuraktsionär(id) tegema ülevõtmispakkumise kõikide väikeaktsionäridele kuuluvate aktsiate suhtes. Väikeaktsionärid ei pea pakkumist vastu võtma, kuid lepivad sellisel juhul emitendi börsilt lahkumisega.

Tegemist on kompromissiga suuraktsionäride ja väikeaktsionäride huvide vahel. Ülevõtmispakkumisel samastatakse aktsia omamine investeringuga ning aktsiaseltsis tegevuses osalemise ja aktsia omamise õigus jääb tagaplaanile.²³² Autor leiab, et kuna on tõenäoline, et börsilt lahkuda sooviva emitendi otsuse taga on enamusaktsionär, puudub väikeaktsionäridel nii või teisiti märkimisväärne võimalus aktsiaseltsi käekäiku mõjutada. Seega tuleks kaitsta neid väikeaktsionäride hüvesid, millel on kaitseväärtus. Juhul, kui emitendi aktsiad on turul väga hajutatud, on üksikute väikeaktsionäride võimalused aktsiaseltsi strateegilist käekäiku mõjutada üsna väiksed. Sel põhjusel ei leia ka autor, et Suurbritannias kehtiv kahetasandiline hääletamissüsteem ja Singapuri järgne vetoõiguse andmine väikeaktsionäridele oleks mõistlik kaitsemeede, kuivõrd see läheb vastuollu üldise arusaamaga ühingu juhtimisest, mille kohaselt võim on ikkagi enamuse käes. Kui käsitleda väikeaktsionäride osalust aktsiaseltsis kui rahalist investeringut, oleks sellele vastav kaitsemeede samuti seotud rahalise hüvega ülevõtmispakkumisel pakutava õiglase ostupakkumise näol. Autor on seisukohal, et väikeaktsionäride puhul tuleb eelkõige kaitsta aktsiat kui rahalist väärtust, mitte hääleõigust andvat osalust. Seetõttu on põhjendatud hüvitada aktsia likviidsuse ja hinna langemisest tingitud tagajärjed, kuivõrd aktsiast tulenev hääleõigus jääb aktsionärile sõltumata aktsiaseltsi aktsiate kauplemisskohast. Kaalukeelele tuleb lisada ka suuraktsionäride huvid. Isegi kui ühe aktsionäri käes on märkimisväärne enamus aktsiaid, ei ole tal võimalik juhtida aktsiaseltsi sellise paindlikkusega, kui siis, kui talle kuulusid kõik aktsiad. Näiteks peab ta korraldama üldkoosolekuid ja täitma teabe avaldamise kohustust.²³³

Teiselt poolt võib ülevõtmispakkumine emitendile kaasa suuremaid kulusid. Kui muuta ülevõtmispakkumine kohustuslikuks, võivad järgneda pikad vaidlused ülevõtmispakkumise hinna õigluse üle.²³⁴ Vastav näide on võtta ka Eestist, kui Eesti Telekom AS-i ülevõtmisel

²³² P. Maume, p 8.

²³³ K. Saare et al, lk 416.

²³⁴ P. Maume, p 8.

vaieldi mitu aastat selle üle, kas aktsiate sundülevõtmise eest pakutud hüvitis oli õiglane.²³⁵ Kuigi tegemist oli sundülevõtmisega, kehtib õiglase hinna/hüvitise kriteerium mõlemal juhul.²³⁶ Samas, kui väikeaktsionärid saaksid aktsiate noteerimise üle otsustada kahetasandilises süsteemis või kasutada oma vetoõigust, võivad kulud, mida emitent kannab börsil olemisega seondult, olla sama kõrged või suuremadki. Lisaks on oht pikkadeks kohtulahinguteks sama suur, kuna vaidlustada saab ka üldkoosoleku otsuseid ning vaidlused seoses ülevõtmispakkumisel pakutud hinnaga saab lahendada ka pärast börsilt lahkumist ning aktsiaselts saab oma tegevusega efektiivsemalt jätkata. Kui kahtluse alla seatakse aga üldkoosoleku kehtivus, võib aktsiaselts enamusaktsionäride tahte vastaselt börsil olla veel mitmeid aastaid.²³⁷

Oluline on arvestada ka börsilt lahkumise põhjustega. Kui emitent soovib börsilt lahkuda teisele reguleeritud turule, ei tohiks väikeaktsionäride huvid olla niivõrd kahjustatud, et vaja oleks üldkoosoleku eriregulatsiooni või aktsiate hüvitamiskohustust. Lisaks pärsiks see turgude vahelist konkurentsi.²³⁸ Samas, kui aktsiatega kauplemine viiakse reguleerimata turule või vähem reguleeritud turule, kus emitendile kehtivad leebemad teabe avaldamisega seotud kohustused, tuleks hinnata, kas väikeaktsionäride huvid võivad sellest muudatusest saada kahjustatud. Kuna Nasdaq ja NYSE börsidelt lahkumisel vähem reguleeritud turgudele on täheldatud nii aktsia likviidsuse langust ja suuri hinnakõikumisi, on eelduslikult siiski tegemist aktsionäride jaoks kahjuliku muutusega.²³⁹ Heaks eeskujuks on Saksamaa regulatsioon, mille kohaselt ülevõtmispakkumise kohustus tekib vaid siis, kui aktsiatega kauplemine viiakse turule, kus ei kehti Saksa regulatsioonile võrdväärset aktsionäride kaitsemeetmed. Kui väikeaktsionärid leiavad, et ka reguleerimata turul on nende huvid piisavalt kaitstud, siis ei pea nad pakkumist vastu võtma. Lisaks tuleb Saksamaa regulatsiooni kohaselt veenduda, et aktsiate noteerimise lõpetamine ei kahjustaks investorite huve, võimaldades erandlikes olukordades

²³⁵ Tallinna Ringkonnakohtu 21.07.2016. a otsus 2-10-2551.

²³⁶ VPTS § 174 lg 2, ÄS § 363¹ lg 1.

²³⁷ D. Zetzsche, p 19.

²³⁸ Vt NASDAQ'i sellekohast kriitikat NYSE suunas viimase rangete aktsiate noteerimise lõpetamise reeglite osas.. NASD Opposes SEC Approval of NYSE's Anti-Competitive Amendment to Rule 500. Financial Industry Regulation Authority 22.06.1999. – <https://www.finra.org/newsroom/1999/nasd-opposes-sec-approval-nyses-anti-competitive-amendment-rule-500> (19.04.2019).

²³⁹ J. H. Harris, V. Panchapagesan, I. M. Werner. Off But Not Gone: A Study of Nasdaq Delistings. Dice Center WP 2008-06. – Fisher College of Business Working Paper Series 2008. Autorid täheldasid 1098 uuritava aktsiaseltsi puhul aktsia ostu-ja müügihinna suurt kõikumist (*spread*), volatiilsust ja vähenenud kauplemisaktiivsust.

teha erisusi.²⁴⁰ Näiteks juhul, kui aktsiaseltsi põhikirjas sätestatakse börsilt lahkumisel sama ulatuslikud nõuded teabe avalikustamiseks, võib see väikeaktsionäride jaoks leevendada börsilt lahkumisel tekkivaid negatiivseid tagajärgi, näiteks likviidsuse langust.²⁴¹ Samas pole kohustus tagatud seadusega samas ulatuses, kuna aktsionärid peaksid oma õiguste kaitseks pöörduma kohtusse ja samuti puuduks aktsiaseltsi tegevuse üle järelevalve.

Tallinna börsil pole aktsiate noteerimise lõpetamisel väikeaktsionäridele ette nähtud otseseid kaitsemeetmeid ning investorite huvide kaitsmine on jäetud börsikorraldaja otsustada.²⁴² Kaitsemeetmete puudusele on viidatud ka OEG kaasuses, milles kohus leidis, et Eesti väikeaktsionäride kaitse pole võrreldes mitmete teiste riikidega piisavalt arenenud. Eelkõige peeti silmas väikeaktsionäride õigust oma aktsiaid siduvalt enamusaktsionäridele õiglase ja kohtulikult kontrollitava hinna eest müüa. Kohus leidis, et selle õiguse olemasolu võiks õigustada lihtsamat noteerimise lõpetamist olukorras, kus suuraktsionär on eelnevalt enamusaktsiad üle võtnud.²⁴³ Seejuures on sama küsimust käsitletud kohtupraktikas ka varem, kui AS Luterma lahkumisel Tallinna börsilt esitas aktsionär hagi emitendi ja börsikorraldaja vastu. Aktsionär tugines *Macrotroni* kaasusele ning leidis, et emitent oleks aktsiate suhtes tegema ülevõtmispakkumise ning nõudis selle tegemata jätmise tagajärjel tekkinud kahju hüvitamist. Maakohus leidis, et vastavat kohustust emitendile seadusest ega börsi reglemendist ei tulene ning ringkonnakohus nõustus maakohtu seisukohaga.²⁴⁴

Autor on seisukohal, et ülevõtmispakkumise tegemise kohustus võiks kehtida ka Eestis, seejuures võiks tegemist olla kohustusliku ülevõtmispakkumise erijuhuga, millele kohalduks samuti õiglase hinna kriteerium ja pakkumise kooskõlastamine Finantsinspeksiooniga. See tähendab, et ülevõtmispakkumine oleks kohustuslik ka siis, kui sellele on eelnenud vabatahtlik ülevõtmispakkumine.²⁴⁵ OEG kaasuse puhul tähendaks see emitendipoolset ülevõtmispakkumise tegemist vastavalt VPTS §-le 166, misjärel noteerimisorgan pidanuks aktsiate noteerimise ülevõtmistähtaaja möödumisel lõpetama. Kuigi Saksa seadusandja motiivid olid tingitud *Frosta* lahendi tagajärgedest, st paljud aktsiaseltsid otsustasid ülevõtmispakkumise

²⁴⁰ BörsG § 39.

²⁴¹ T. Farris.

²⁴² Väärtpaberite noteerimisnõuded, 13.1.2.

²⁴³ Tallinna börsi vahekohtu otsus OEG asjas, p 102.

²⁴⁴ Harju Maakohtu 09.07.2010. a otsus 2-09-43011; Tallinna Ringkonnakohtu 15.11.2010. a otsus 2-09-43011.

²⁴⁵ Hetkeregulatsiooni järgi ülevõtmispakkumise tegemise kohustus pole, kui kohustusliku ülevõtmise aluseks olev seisund (valitsev mõju) saavutati vabatahtliku ülevõtmispakkumise kaudu, vt VPTS § 166 lg 2.

kohustuse kadumise tõttu börsilt lahkuda,²⁴⁶ õigustaks Eestis regulatsiooni muutust lahenduse efektiivsus ja eesmärgipärasus. Autor nõustub vahekohtu seisukohaga OEG kaasuses, mis vihjab sellele, et börsilt lahkumine enamusaktsionäri soovil võiks olla lihtsam, kui väikeaktsionäridel oleks seadusega tagatud õigus oma aktsiaid õiglase hinna eest müüa. Hetkel aktsiate noteerimise lõpetamine Tallinna börsi Noteerimis- ja Järelevalvekomisjoni kaalutlusotsus ning seega ei saa emitendid olla kindlad, kas nende sellekohane taotlus kuulub rahuldamisele või mitte. Lisaks võib taotluse rahuldamine maksimaalselt aega võtta kuni 6 kuud, kuigi eelduslikult võtab see aega kuni 3 kuud.²⁴⁷ Samas kui ülevõtmispakkumise kooskõlastab Finantsinspeksioon 15 päeva jooksul kirjaliku avalduse saamisest, millele lisandub ülevõtmistähtaeg 28-42 päeva ülevõtmisprospekti avalikustamisest.²⁴⁸ Kuna kohustusliku ülevõtmispakkumise puhul kontrollib Finantsinspeksioon ülevõtmispakkumisreeglite määruse § 8 lg-te 2 ja 3 ja § 2 lg 2 alusel teatud ulatuses aktsiate ostuhinna vastavust õigluse kriteeriumile, seejuures arvestades VPTS §-st 174 tulenevate nõuetega ostuhinnale, on väikeaktsionäridele tagatud võimalikult objektiivne tasu.²⁴⁹ Õiglase ostuhinna kooskõlastamisel peab Finantsinspeksiooni roll õigluse kontrollimisel olema sisuline.

Probleemseks võivad osutuda olukorrad, kus enamusaktsionär teeb küll kontrollitud ülevõtmispakkumise, st hind peaks olema õiglane, kuid vaid väike osa aktsionäridest otsustab pakkumise vastu võtta. Näiteks juhul, kui vabatahtliku ülevõtmispakkumise teel on aktsionär saavutanud 60-protsendilise osaluse, kuid kohustusliku ülevõtmispakkumise teel suurendati osalust 70 protsendile, võib tekkida kahtlus selles, kuidas tõlgendaks seda börsi Noteerimis- ja Järelevalvekomisjon või börsi vahekohus. OEG asjas mängis olulist rolli avalikkuse käes olevate aktsiate suur osakaal, mis oluliseks kaalutluseks olnud ka Komisjoni eelnevas praktikas.²⁵⁰ Samas on Komisjon OEG kaasuses toonud ühe põhjusena aktsiate noteerimise lõpetamisest keeldumiseks välja asjaolu, et Komisjonil puudub otsustusõigus ülevõtmispakkumise hinna osas ning vabatahtliku ülevõtmispakkumise puhul ei pea ka

²⁴⁶ O. Klepsch.

²⁴⁷ Väärtpaberite noteerimisnõuded, p-d 13.1.3, 13.1.4.

²⁴⁸ VPTS § 175 lg 3, § 165 lg 3. Ülevõtmispakkumise teate ja prospekti peab avalikustama hiljemalt Finantsinspeksiooni poolt osundatud tähtpäeval, vt noteerimisnõuete määrus § 13 lg 1.

²⁴⁹ Rahandusministri 28.05.2002. a määrus nr 71 „Ülevõtmispakkumisreeglid“. – RTL 2002, 65, 990.

²⁵⁰ Tallinna börsi vahekohtu otsus OEG asjas, p 104.1; Tallinna börsi Noteerimis- ja Järelevalvekomisjoni otsus OEG asjas, p 13.

Finantsinspeksioon hinda kooskõlastama.²⁵¹ Samuti leidis vahekohus, et noteerimise lõpetamine vähendanuks aktsionäride võimalusi oma aktsiaid õiglase hinna eest müüa.²⁵² Kui leida, et aktsiate noteerimise lõpetamine on kohustusliku ülevõtmispakkumise tõttu õigustatud, tuleks jõuda järeldusele, et muud börsi pakutavad hüvesid (eelkõige aktsionäride teabevajadust) ei pea kaitsma, kui väikeaktsionäridel oli võimalus aktsiaseltsist õiglase ostuhinna eest väljuda. Komisjoni ja vahekohtu järeldused aktsionäride kaitstuse osas, juhul kui väikeaktsionäridele tehtaks kontrollitud ülevõtmispakkumine, jäävad siiski spekulatsiooniks. Autor on seisukohal, et kindlasti ei tohiks kaotada noteerimisorgani kaalutusõigust noteerimise lõpetamise otsuse tegemisel, kuna see võimaldab aktsionäre kaitsta ka ettenägematutes olukordades. Juhul kui emitentidel on kohustus teha kontrollitud hinnaga ülevõtmispakkumine, oleks tegemist tugeva argumendiga, mis kaalukeele oluliselt lihtsama noteerimise lõpetamise poole kallutaks ning emitentidele noteerimise lõpetamise protsess ootuspärasemaks teeksid. Seejuures lisanduks kohustusliku ülevõtmispakkumise puhul väikeaktsionäridele veel üks lisatagatis. Nimelt, kui aktsiate noteerimine lõpetatakse seisus, kus suuraktsionär omab vähemalt 90% aktsiatest, peab aktsiaseltsi väikeaktsionäride aktsiate ülevõtmiseks ÄS 363⁷ lg 1 kohaselt vastava otsuse poolt hääletama vähemalt 95% aktsiatega esindatud häälest. Juhul kui aktsiaselts on börsil, on VPTS § 182¹ lg 2 alusel üldkoosoleku otsus väikeaktsionäridele kuuluvate aktsiate ülevõtmiseks vastu võetud, kui selle poolt on antud vähemalt 90% aktsiatega esindatud häälest.²⁵³ Lisaks muutuks mõnevõrra lihtsamaks ka õiglase hüvitise määramine ülevõtmise puhul, kuivõrd ülevõtmispakkumiste direktiivi kohaselt loetakse õiglaseks hinnaks (hüvitiseks) kohustuslikus ülevõtmispakkumises pakutud hinda,²⁵⁴ mis ei välista muidugi pärastisi vaidlusi hüvitise suuruse osas, kuid sellegipoolest on aktsiate hinna määramine reglementeeritud erinevalt ühinguõiguslikust ülevõtmisest.²⁵⁵

Kui leida, et Eesti peaks sarnaselt Saksamaale rakendama kohustusliku ülevõtmispakkumise, jääb siiski küsimus, milline peaks olema üldkoosoleku roll aktsiate noteerimise lõpetamisel.

²⁵¹ Tallinna börsi vahekohtu otsus OEG asjas, p 99; Tallinna börsi Noteerimis- ja Järelevalvekomisjoni otsus OEG asjas, p 3.

²⁵² Tallinna börsi vahekohtu otsus OEG asjas, p 101.3.

²⁵³ Mõlemal juhul on ülevõtmise eelduseks vähemalt 90% aktsiakapitalist omav aktsionär, vt VPTS 182¹ lg 1 ja ÄS § 363¹ lg 1; Aktsiate ülevõtmise otsuse võib sihtemitendi üldkoosolek teha kuni kolme kuu jooksul arvates ülevõtmistähtaaja lõppemisest ning seega on eelis vaid siis, kui sundülevõtmine toimub pärast seda, vt VPTS § 182¹ lg 2.

²⁵⁴ Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2004/25/EÜ ülevõtmispakkumiste kohta, art 15 lg 5.

²⁵⁵ Äriseadustik ei sätesta, milliseid meetodeid õiglase hüvitise kindlaksmääramiseks tuleb kasutada, vt K. Saare et al, lk 419.

Nagu esimeses peatükis välja toodud, pole Eesti kohtupraktikas aktsionäride üldkoosoleku pädevust börsilt lahkumise valguses käsitletud, kuid on leitud, et iseenesest lähtub ka sinne aktsiaseltsiõigus samasugustest aktsionäride kaitsepõhimõttest ning on võimalik, et juhatuse ja nõukogu pädevusse kuuluv vajab erandlikes olukordades üldkoosoleku heakskiitu.²⁵⁶ Probleemi tunnistas Tallinna börsi vahetuskohus OEG asjas, leides, et aktsionäride üldkoosoleku heakskiidu nõudmine ei pruugi olla kooskõlas ÄS § 298 lg-ga 1, kuna tegemist on suletud loeteluga üldkoosoleku pädevusest, mida võib laiendada üksnes seadusega.²⁵⁷ Selleks, et muuta ülevõtmispakkumise kohustust efektiivsemaks ja vältida vaidlusi üldkoosoleku otsuse kehtivuse osas, oleks mõttekas kaotada reglemendist üldkoosoleku heakskiidu nõue. Kuna äriseadustikus ei ole vastavat pädevust ette nähtud, pole arvatavasti ka seadusandja selles probleemi näinud ega leidnud, et tegemist oleks aktsionäride heakskiitu vajava otsusega.

Saksa õiguskirjanduses on arutletud veel selle üle, kas ülevõtmispakkumise tegemise kohustus peaks olema sätestatud seaduses või börsi reglemendis, leides et kuivõrd aktsiate noteerimisest võidavad suuresti keskmised- ja väikeaktsionärid, töötab reglement eelkõige nende kasuks ning seega on igati loogiline eeldada, et just börsikorraldajad on huvitatud väikeaktsionäre kaitsvate reeglite kehtestamisest, ja seda ilma seadusandja sunnita. Ka aktsiaseltsid ise oleksid rohkem huvitatud aktsiate noteerimisest börsil, mille vastu on suurem investorite huvi.²⁵⁸ Eesti kontekstis pole teema muidugi niivõrd aktuaalne, kuna konkurents börsikorraldajate vahel puudub. Kuna aga ülevõtmispakkumistele on seaduses sätestatud teatud nõuded, sh kooskõlastuse saamine Finantsinspeksioonilt, oleks sellise lahenduse õiguspärasus küsitav. See tähendaks, et börsikorraldaja peaks reglemendiga seadma Finantsinspeksioonile kohustusi, kui tahta ülevõtmispakkumise erapooletut kontrolli. Lisaks on ülevõtmispakkumise tegemise kohustamise näol tegemist niivõrd olulise õigusega, mis peaks olema sätestatud seaduses ja samuti ühtima juba seaduses (ja ka direktiivis) sätestatud ülevõtmispakkumiste (vabatahtlik ja kohustuslik) loogikaga, vältimaks võimalikke vastuolusid.

²⁵⁶ K. Saare et al, lk 392.

²⁵⁷ Tallinna börsi vahetukohtu otsus OEG asjas, p 105.

²⁵⁸ D. Zetsche, p 16.

Kokkuvõte

Autori eesmärgiks oli uurida aktsiate noteerimise lõpetamise ja sellest keeldumise õiguslikke aluseid, kaalutlusi kummagi otsuse tegemiseks, aktsionäride kaitsevajaduse erinevuse õigustatust ning võimalikke väikeaktsionäride kaitsemeetmeid. Esimeses peatükis käsitleti aktsiate noteerimise lõpetamisest keeldumise õiguspärasust, lähtudes Eesti õigusest ja Tallinna börsi reglemendist. Autor leidis kinnitust hüpoteesile, mille kohaselt aktsiate noteerimise lõpetamisest keeldumine on kooskõlas lepinguõiguse põhimõtetega. Emitendi ja börsikorraldaja vahel sõlmitava noteerimislepingu puhul on tegemist tsiviilõigusliku lepinguga, mistõttu tuleb arvestada ka Põhiseaduses sätestatud lepinguvabaduse põhimõttega, mis seab lepingupooltele piirangud lepingu sisu kujundamise osas. Üheks tingimuseks lepinguvabaduse teostamisel on lepingu vastavus seadusele. Seadusandja on väärtpaberituru seaduse muudatustega andnud aina rohkem vabadust lepingu kujundamisel börsikorraldajale, jättes ka aktsiate vabatahtliku noteerimise lõpetamise protseduuri börsikorraldaja otsustada, kuigi varasemalt oli börsikorraldaja vastav õigus sätestatud seaduses. Kuivõrd seadusandja eesmärgiks väärtpaberituru seaduse muutmisel ei ole olnud börsikorraldaja ja emitendi lepingulise suhte sisu piiramine, ei ole börsikorraldaja ületanud seaduses sätestatud volitusi noteerimislepingu sisu kujundamisel. Reglemendis sätestatud õigus keelduda aktsiate noteerimise lõpetamisest on seega kooskõlas lepinguvabaduse põhimõttega. Lisaks on Tallinna börsi reglement kooskõlastatud Finantsinspeksiooniga, kes teostab järelevalvet noteerimislepingu ja reglemendi kui lepingu tüüptingimuste seaduslikkuse üle.

Kuigi reglemendijärgse börsikorraldaja õigus keelduda aktsiate noteerimise lõpetamisest on kooskõlas väärtpaberituru seadusega, käsitleti vastava sätte kooskõla ka teise lepinguõiguse põhimõttega. Autor analüüsis, kas noteerimislepingu ülesütlemisest keeldumine on vastuolus ülesütlemise kui kujundusõiguse olemusega. Kuivõrd noteerimisleping on käsitletav tähtajatu käsunduslepinguna, võib lepingu igal ajal üles öelda, st tegemist on ühepoolse õiguse ehk kujundusõigusega. Autor leidis, et tegemist ei ole Eesti õiguses ainulaadse olukorraga ning mitmel juhul on seadusandja õigustatult piiranud lepingupoole õigust lepingut lõpetada. Lepingu lõpetamise õiguse piiramist õigustab asjaolu, et noteerimislepingu ühepoolse lõpetamisega kaasneksid kahjustavad tagajärjed aktsionäridele. Kuigi teistes autori poolt välja toodud õigussuhetes on ülesütlemist piirav õigus sätestatud seaduses, leidis autor, et börsikorraldaja poolt vastava piirangu seadmine reglemendis on samuti õigustatud, kuna börsi

reglement peab teenima väärtpaberituru seadusest tulenevaid eesmäärke ja eelkõige tagama investorite igakülgse kaitse. Ka Tallinna börsi vahetuskohas leidis OEG asjas, et lepingu lõpetamise erikord ei ole vastuolus seadusega, kuna emitendile on tagatud efektiivne kord lepingu lõpetamiseks, st emitent saab noteerimislepingu lõpetada noteerimisorgani või vahetuskoha otsuse kaudu.

Autor kahtleb siiski selles, kui põhjendatud on Finantsinspeksiooni roll reglemendi heakskiitmisel. Praegune regulatsioon võib kaasa tuua ettenägematuid probleeme, kuna ebaselgeks jääb Finantsinspeksiooni koostööstatuse õiguslik jõud. Kui börsikorraldaja noteerimisorgan teeb otsuse mitte lõpetada aktsiate noteerimist börsil ning otsus vaidlustakse, ei ole kindel, kas Finantsinspeksiooni poolt heaks kiidetud reglemendi sätete rakendamine saab olla õigusvastane. Seejuures võivad Finantsinspeksiooniga koostööstatud reglemendi alusel tehtud otsused päädida ka börsilt lahkuva aktsiaseltsi väikeaktsionäridele kahjulike tagajärgedega, kui noteerimisorgan lubab emitentidel börsilt lahkuda liiga kergekäeliselt. Kuna Finantsinspeksioonil puudub seaduse järgi õigus takistada aktsiate vabatahtlikku noteerimise lõpetamist, võivad väikeaktsionärid jääda vajaliku kaitseta.

Autor on samuti kriitiline väärtpaberituru seaduse muudatuse osas, mis puudutab börsikorraldaja keeldumise õigust sätestava normi kehtetuks tunnistamist. Kuigi seadusandja eesmärgiks on olnud edendada börsikorraldaja iseregulatsiooni ja kaotada väärtpaberituru seadusest sätteid, mida peeti ebavajalikuks, sest seaduses kirjutatud õigused saab börsikorraldaja kehtestada reglemendis, näeb ka kehtiv seadus börsikorraldajale ette mitmeid lepingulisi õigusi. Autor on seisukohal, et aktsiate noteerimise lõpetamisest keeldumise õigus vääraks rohkem kohta seaduses võrreldes nii mõnegi teise õigusega, mis kehtivas seaduses börsikorraldajale ette on nähtud. Seetõttu leiab autor, et seadusandja ei ole seaduse muudatuste läbiviimisel olnud järjepidev.

Kinnitust ei leidnud töö teine hüpotees, kuna aktsionäride kaitsevajadus aktsiate vabatahtlikul noteerimise lõpetamisel on suurem kui aktsiate sunniviisilisel noteerimise lõpetamisel. Autor jõudis eeltoodud järeldusele, tuginedes õigushüvedele, mida kahe erineva stsenaariumi puhul kaitstakse.

Kui emitent taotleb aktsiate noteerimise lõpetamist, õigustab keelduvat otsust eelkõige emitendi väikeaktsionäride kaitsmine. Börsilt lahkumise otsus mõjutab negatiivselt nii aktsia hinda kui

ka likviidsust ning piirab seetõttu väikeaktsionäride võimalust oma aktsiatest vabaneda. Eestis puudub väikeaktsionäridel ka võimalus oma aktsiaid siduvalt müüa, nii nagu seda on võimalik teha ülevõtmispakkumise puhul. Olulisim õigustus keelduvaks otsuseks on asjaolu, et börsilt lahkumisel jäävad väikeaktsionärid ilma mitmetest väärtpaberituru kaitsetagatistest, eelkõige õigusest olla informeeritud. Teabe avalikustamise kohustus tagab emitendi ja tehingute läbipaistvuse ning hoiab oluliselt kokku väikeaktsionäride kulusid teabe kättesaamiseks. Noteerimata aktsiatega aktsiaseltsi aktsionäride õigus teavet saada piirdub seevastu üldkoosolekul jagatava infoga. Kuigi aktsiate noteerimise lõpetamisest keeldumisel kannatavad börsilt lahkuda soovivad suuraktsionärid ja emitent, kelle kulud suurenevad seoses börsiaktsiaseltsidel lasuvate kohustuste täitmisega, on väikeaktsionäride huvid eeltoodud hüvede kaotamise tõttu siiski kaalukamad. Seda õigustab asjaolu, et suuraktsionärid saavad oma võimu teostada häälteenamuse kaudu. Kuigi vastavalt Tallinna börsi reglemendile on börsikorraldajal õigus keelduda aktsiate noteerimise lõpetamisest ka turu korrapärase toimimise tagamiseks, ei leia autor, et tegemist on alusega, mis leiaks kasutust vabatahtliku noteerimise lõpetamisest keeldumise põhjendusena.

Aktsiate sunniviisilisel noteerimise lõpetamisel ei kaitsta börsilt lahkuva aktsiaseltsi aktsionäre ning noteerimise lõpetamisel jäävad aktsionäridele vähelikviidsed ja madalama väärtusega aktsiad, samuti pole emitent allutatud ulatuslikule teavitamiskohustusele. Sunniviisilisel noteerimise lõpetamisel on hoopis teised eesmärgid ja need võib jagada kaheks. Emitendi aktsiate noteerimise saab lõpetada, kui emitent ei täida reegleid, mis tagavad börsikorraldaja kasumliku tegevuse (miinimumnõuded aktsia hinnale, aktsiaseltsi varale, kauplemismahule, aktsiate jaotusele) või kui emitent ei täida nõudeid, mis kaitsevad turu usaldusväärsust ja mainet (turumanipulatsioon, pankrotis või likvideerimisel aktsiaseltsid). Oluline on seejuures kahte erinevat alust noteerimise lõpetamiseks eristada ning börsikorraldaja ei tohiks vabaneda emitendist vaid seetõttu, et tema aktsiatega kauplemine ei ole enam tulus. Börsikorraldaja huvide konflikt on ilmne, kuna paratamatult ei soovita lõpetada kauplemist aktsiatega, mille ostu- ja müügitehingute pealt teenitakse palju kasumit. Seetõttu on oluline, et ka riiklikul järelevalveasutusel oleks õigus sekkuda, kui turul kaubeldakse probleemse emitendi aktsiatega. Vastavaid näiteid, kus börsikorraldaja just kasumiahnuses emitenti börsil hoiab, on võtta näiteks Ameerika Ühendriikides.

Autor leidis, et börsilt lahkuma sunnitud väikeaktsionäride huvidega vähemal määral arvestamine on õigustatud ning väikeaktsionäride suurem kaitsevajadus aktsiate vabatahtlikul

noteerimise lõpetamisel seega suurem. Kuigi sunniviisilisel noteerimise lõpetamisel kaasnevad aktsionäridele samad tagajärjed, mida aktsiate noteerimise lõpetamisest keeldumisel püütakse ära hoida, kaitstakse esimesel juhul turu usaldusväärset ja mainet. Kaalutlustes lähtutakse laiemast ja edasiulatuvast eesmärgist ning turu kui terviku kaitsmine kaalub oluliselt üles üksikute aktsionäride majanduslikud huvid. Kui õigusaktidest tulenevate kohustuste täitmata jätmisel ei ole tagajärgi, muutuks turu usaldusväärsus sõnakõlksuks, olles sisulise tähenduseta. Usaldusväärne turg on eeldus selleks, et börsi vastu tunneksid huvi uued aktsionärid ja emitendid, kelle huvides on võimalikult paljude aktsionäride kaasamine. Arvestades, et väärtpaberibörsidel on oluline roll riigi majandusele, on kvaliteetse turu tagamine ka kogu avalikkuse huvides. Väikeaktsionäride vähest kaitset õigustab seega asjaolu, et kahjustatud isikute ring oleks turu usaldusväärset kaitsvate normide rikkumisele järgneva tegevusetuse tõttu palju suurem kui emitendist vabanemisel.

Kinnitust leidis töö kolmas hüpotees, mille kohaselt väikeaktsionäride huvid saavad piisavate kaitsemeetmetega kahjustatud. Kuna aktsiate noteerimise lõpetamise puhul on tegemist erakordse sündmusega aktsiaseltsi ajaloos, millele järgnevad väikeaktsionäride jaoks väga negatiivsed tagajärjed (eelkõige teabe kättesaadavuse vähenemine ning aktsia likviidsuse ja hinna langus), kuid suuraktsionäride jaoks on tegemist ootuspärase ja (loodetavasti) kasutoova sündmusega, tuleks suur- ja väikeaktsionäride vastandlikke huve tasakaalustada. Autor käsitles nelja võimalikku kaitsemeetmet väikeaktsionäride kaitsmiseks börsilt lahkumisel. Saksamaa regulatsiooni kohaselt peavad suuraktsionärid väikeaktsionäridele tegema ülevõtmispakkumise. Suurbritannias kehtib kahetasandiline hääletamissüsteem ning väikeaktsionärid otsustavad börsilt lahkumise üle isekeskis. Singapuri regulatsioon näeb väikeaktsionäridele ette vetoõiguse, mille järgi väikeaktsionärid saavad piisavate vastuhälte korral aktsiate noteerimise lõpetamise protsessi takistada. Ameerika Ühendriikides kaitseb väikeaktsionäre juhatuse liikme hoolsuskohustus.

Autor leidis, et kõige mõistlikumaks käsitletud kaitsemeetmeks on Saksamaal kehtiv ülevõtmispakkumise tegemise kohustus. Ameerika Ühendriikide regulatsioon ei ole piisav kaitsemeetme, kuivõrd börsilt lahkumine ei ole tavapärane juhatuse liikme poolt tehtav tehing, vaid sellega kaasnevad mitmed väikeaktsionäri õigusi oluliselt kahjustavad tagajärjed. Suurbritannia ja Singapuri regulatsioon seevastu annab ebaõiglaselt suure võimu väikeaktsionäridele, kes võivad börsilt lahkumise protsessi venitada aastatepikkuseks, samas kui emitendi kulud suurenevad ja aktsiaseltsi tegevus on häiritud. Väikeaktsionäride võimekus

mõjutada aktsiaseltsi strateegilist suunda on samuti olematu. Autor leidis, et väikeaktsionäridele kuuluvaid aktsiaid tuleks käsitleda kui investeringut, mitte hääleõigust, kuna väikeaktsionäride hääleõigus on suurt aktsiakapitali enamust omava aktsionäri olemasolul väikse mõjuga. Väikeaktsionäridele tuleks seega anda võimalus enda investeringute realiseerimiseks ning juhul kui pakkumist vastu ei võeta, tuleb väikeaktsionäril arvestada võimalike kahjulike tagajärgedega. Arvestada tuleks siiski sellega, et juhul kui emitent noteerib aktsiad võrdväärsete kaitsemeetmega börsil, ei kaasne sellega üldjuhul väikeaktsionäridele negatiivseid tagajärgi, mistõttu ülevõtmispakkumine ei tohiks olla kohustuslik.

Autor on seisukohal, et väärtpaberituru seaduses võiks sarnaselt Saksamaa regulatsioonile kehtestada ülevõtmispakkumise tegemise kohustuse, et tagada protsessi kiirus, efektiivsus ja eesmärgipärasus. Emitentidele on sellisel juhul tagatud suurem ettenähtavus noteerimisorgani otsustuse osas, kuna noteerimisorganil oleks vähem aluseid aktsiate noteerimise lõpetamise taotlust mitte rahuldada. Väikeaktsionäridele antaks võimalus aktsiaseltsist väljuda siduva ja õiglase hinnaga müügitehingu kaudu. Finantsinspeksiooni roll ostuhinna kooskõlastamisel peab õiglase hinna tagamiseks olema sisuline. Kindlasti peab ettenägematute olukordade jaoks säilima noteerimisorgani kaalutusõigus noteerimise lõpetamise otsuse tegemisel. Kontrollitud hinnaga ülevõtmispakkumise tegemine kallutaks siiski kaalukeele oluliselt lihtsama noteerimise lõpetamise poole. Mõnevõrra lihtsamaks muutuks ka õiglase hüvitise suuruse määramine sundülevõtmisel, kui võrd ülevõtmispakkumise direktiivi kohaselt eeldatakse, et kohustuslikul ülevõtmispakkumisel tehtud pakkumine on õiglane. Eestis tuleks samuti selgeks teha, kas aktsiate noteerimise lõpetamise otsus peaks olema aktsionäride üldkoosoleku pädevuses, kui võrd äriseadustiku kohaselt on üldkoosoleku pädevus piiratud seaduses sätestatuga. Kohustusliku ülevõtmispakkumise efektiivsemaks muutmiseks ja üldkoosoleku kehtivust puudutavate vaidluste vältimiseks on mõttekam reglemendis sätestatud üldkoosoleku otsuse nõue kaotada. Sellega ei tohiks kaasneda probleeme seaduse tasandil, kui võrd äriseadustik üldkoosoleku pädevust aktsiate noteerimise lõpetamise otsustamiseks ette ei näe.

Grounds for Termination and Refusal of Termination of Listing of Shares and Protective Measures of Minority Shareholders

Abstract

The termination of listing of shares, also referred to as delisting, is a process as a result of which the shares of a public limited company are no longer traded on a stock exchange. History has shown that the wave of exits from the stock exchange could be linked with several economic crises. At the peak of economy, there are more companies that list their shares on the stock exchange than issuers that are leaving the stock market, and vice versa in times of economic crisis.

There are various reasons for delisting, but mainly it could be divided into two groups depending on the initiator of the process. If the decision to delist is made by the issuer, it is referred to as voluntary delisting. Involuntary delisting occurs when the process is initiated by the operator of the stock exchange or the regulator. Involuntary delisting is caused by the issuer's failure to comply with the rules and regulations of the exchange or legislation of the stock market. Voluntary delisting could be divided into different subcategories depending on whether delisting is the purpose itself or a result of another transaction, for example a merger, acquisition or transformation of the issuer. An issuer could also list its shares on another stock exchange.

This paper focused on delisting situations, where the preconditions for squeeze-out within the meaning of § 182¹ of the Securities Market Act and § 363¹ of the Commercial Code are not met and the majority shareholder of the issuer owns less than 90% of the issuer's shares. The aim of the work was to find out the legal bases for delisting and refusal thereof. Specifically, it was analyzed whether the refusal of delisting is in accordance with the principles of contract law, since a private contract for listing the shares is concluded between the stock exchange operator and the issuer. The second objective of the work was to find out the considerations that are taken into account when delisting an issuer. The aim was to define the legal benefits and interests that are considered when the decisions to delist and refuse delisting are made. Both scenarios are analyzed – voluntary and involuntary delisting. The author is looking for an answer to the question why the protection of minority shareholders is a priority when refusing to delist in case of a voluntary delisting while it is not the case when the issuer is delisted

involuntarily. Given that in both cases the consequences are the same, the different level of protection of minority shareholders is justified only if there are objective reasons for this. The last goal is to propose a possible solution in Estonia for the implementation of protection measures for minority shareholders upon delisting, for which the author examines the safeguards of other countries.

Based on the above, the author had set the following hypotheses:

- 1) Refusal of termination of listing of the issuer's shares by the stock exchange operator is in accordance with the principles of contract law.
- 2) The need for protection of shareholders upon voluntary delisting is not greater than in the case of involuntary delisting by stock exchange operator or regulator.
- 3) In the absence of safeguard measures in the event of voluntary delisting, the interests of minority shareholders are not adequately protected.

Since a listing agreement between the issuer and the stock exchange operator is a contract established under civil law, the principle of contractual freedom must be taken into account. Freedom of contract cannot be relied upon without limits as the clauses in the listing agreement (and rules and regulations of the stock exchange) must not be in contradiction with the law. Although the legislator has encouraged the self-regulation of stock market operators in Estonia (leaving the decision whether to delist an issuer or not to the operator although it was once established in the law), the purpose of various amendments to the Securities Market Act has not been to limit the rights of stock exchange operators. Thus, the right to refuse from terminating the issuer's shares is not in contradiction with the principle of contract of freedom. Furthermore, the fact that the legality of the rules and regulations of Nasdaq Tallinn have been approved by the Financial Supervision Authority adds more certainty to that conclusion.

As a rule, the party wishing to cancel a termless contract, could fulfil its aim by merely notifying the other party. In the case of a listing agreement, the cancellation of the contract depends on the operator's decision. The author found that this is not a unique situation in Estonian law and in many cases the legislator has rightly restricted the right of one party to cancel a contract. The limitation of cancellation of the contract is justified by the fact that the unilateral cancellation of the contract would have damaging consequences for the shareholders. Although the respective right is not provided by law, the restriction is justified because the rules and

regulations of the stock exchange must serve the Securities Market Act and ensure comprehensive investor protection.

Current regulation may still lead to unforeseen problems, as the legal force of the FSA's approval of the rules and regulations of the stock exchange remains unclear. Once the FSA has approved the rules and regulations, it is not certain whether the implementation of the provisions approved by the Financial Supervision Authority could still be considered unlawful. This could result in adverse consequences for minority shareholders of an issuer leaving the stock exchange if the operator allows issuers to leave the stock exchange too easily. As the FSA does not have the right to prevent voluntary delisting, minority shareholders may be left without adequate protection.

The author found that the need for shareholder protection in cases of voluntary delisting is greater than in the case of involuntary delisting. Delisting has a negative impact on the price and liquidity of the shares and therefore limits the ability of minority shareholders to dispose of their shares. Minority shareholders could also not sell their shares in a binding manner, as can be done during a takeover bid. Moreover, upon leaving the stock exchange, minority shareholders are deprived of certain safeguards. For example, stock companies are obligated to disclose information to their shareholders regularly. The obligation to disclose information ensures the transparency of the issuer and the transactions and significantly decreases the cost of obtaining information. Although the interests of major shareholders are adversely affected by the decision to refuse from terminating the listing of the issuer's shares, the interests of minority shareholders have priority. This is also justified by the fact that major shareholders can exercise their power through their majority of votes.

Upon involuntary delisting, the protection of shareholders is not a priority as the price and liquidity of shares decreases, nor are shareholders protected by securities market regulation anymore. An issuer is forced to delist if it fails to comply with the minimum requirements of the stock exchange (share price, net assets, trading volume, free float) or if the activity of the issuer endangers the integrity or reputation of the market. As the first protects the interests of the stock exchange operator, it is crucial for the regulator to have a right to delist by its own initiative as well. The stock exchange operator could be reluctant to delist an issuer that is very profitable for the former. It is therefore important for the regulator to have the right to intervene when trading with certain issuer's shares jeopardizes the integrity of the market.

A weaker protection of the interests of minority shareholders in case of involuntary delisting is justified and the greater need for minority shareholder protection in cases of voluntary delisting is thus greater. Although both scenarios have the same consequences for shareholders, the integrity and reputation of the market is a priority in the first case. The considerations for involuntary delisting are much broader and forward-looking as the protection of the whole market significantly outweighs the economic interests of individual shareholders. The integrity of the market must be a priority. A trustworthy market is a prerequisite for attracting new investors but also issuers that are interested in attracting as many investors as possible. Given that stock exchanges play an important role in the national economy, ensuring a reputable market is also in the public interest. Thus, the low level of protection of minority shareholders in case of involuntary delisting is justified by the fact that the number of persons protected by this decision is much higher.

The author found that the interests of the minority shareholders would be adversely affected without adequate safeguards. Delisting is not an ordinary event in the history of a company and it is followed by very negative consequences for minority shareholders (in particular, a decrease in the availability of information and a decrease in stock price and stock liquidity). On the other hand, delisting is an anticipated (and possibly profitable) event for majority shareholders. To balance the interests of majority and minority shareholders, the latter shall be guaranteed certain protective measures. The author analyzed four possible safeguards for minority shareholders of issuers leaving the stock exchange. Under German regulation, majority shareholders are obligated to offer compensation to minority shareholders for their shares, similarly to a takeover bid. The UK has a two-tier voting system whereby minority shareholders decide separately on the decision to delist. In Singapore, minority shareholders have a veto right whereby minority shareholders can prevent the process of delisting with sufficient votes. In the United States, minority shareholders are protected by the fiduciary duty of the management board member of the issuer.

The author considered the most reasonable protective measure to be the obligation to make a takeover bid, as established in Germany. The practice in the US does not offer sufficient protection for shareholders, since delisting is not an ordinary transaction and it has many consequences that significantly undermine the rights of minority shareholders. By contrast, the regulations in the UK and Singapore offers a disproportionate amount of power to minority

shareholders, that may extend the process of delisting to several years, while at the same the issuer's costs increase and the company's activities are disrupted. The ability of minority shareholders to influence the strategy of the issuer is almost non-existent. The author is of the opinion that shares held by minority shareholders should be treated as an investment, not as a voting right, since minority shareholders have little possibility to alter the future of the company. Therefore, small shareholders should be given the opportunity to realize their investments. However, it should be borne in mind that if an issuer relists to another regulated market with equal safeguards, it will generally not have negative consequences for minority shareholders, and therefore a takeover bid should not be mandatory.

The author found that Estonia should also impose an obligation to make a takeover bid to ensure the efficiency and purposefulness of the process. The issuers could rely on greater predictability with regard to the listing body's decision, since the listing body would have fewer grounds for not accepting the request to terminate the listing. Minority shareholders would be given the opportunity to leave the company through a binding sale transaction, while the purchase price of the shares would also be controlled and fair. Certainly, for unforeseen situations, the discretion of the listing body in deciding to terminate listing must be preserved. It would also be somewhat easier to determine the fairness of compensation for squeeze-outs, as according to the Takeover Directive the mandatory takeover bid is presumably fair. It should also be clarified in Estonia whether the decision to terminate the listing of the shares should be within the competence of the general meeting, as the Commercial Code states that the competence of the general meeting is limited by the law. In order to make the mandatory takeover bid more efficient and to avoid disputes concerning the validity of the general meeting, it is more sensible to abolish the requirement of the general meeting's decision. It should not be accompanied by problems at the level of the law, since the Commercial Code does not provide for the competence of the general meeting to decide on the termination of the listing of shares.

Kasutatud allikad

Kasutatud kirjandus

1. Amihud, Y., Mendelson, H. Liquidity, Maturity, and the Yields on U.S. Treasury Securities. – The Journal of Finance 1991/46(4).
2. Bharath, S. T., Dittmar, A. K. Why Do Firms Use Private Equity to Opt Out of Public Markets? – The Review of Financial Studies 2010/23(5).
3. Bollen, R. International Standard-Setting and the Regulation of Hedge Funds: Part II. – Company and Securities Law Journal 2010/28(6).
4. Campell, J. Y., Hilscher, J., Szilagyi, J. In Search of Distress Risk. – The Journal of Finance 2008/63(6).
5. Chen, H., Zhang, W., Wan, W. Y. Regulating squeeze-out techniques by controlling shareholders: The divergence between Hong Kong and Singapore. – Journal of Corporate Law Studies 2017.
6. Choi, S., Guzman, A. Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation. – Southern California Law Review, 1998/71.
7. Cox, J. D. Leaving Money on the Table: Do Institutional Investors Fail to File Claims in Securities Class Actions?. – 80 Washington University Law Quarterly 2002.
8. Ding, X., Ni, Y., Zhong, L. Free float and market liquidity around the world. – Journal of Empirical Science 2016/38(A).
9. El-Nader, G. Stock liquidity and free float: evidence from the UK. – Managerial Finance 2017/44/10.
10. Fama, E. F., French, K. R. New Lists: Fundamentals and Survival Rates. – Journal of Financial Economics 2004/63(2).
11. Fidanza, B., Morresi, O., Pezzi, A. The Decision to Delist from the Stock Market. Theory and Empirical Evidence of Going Private. Cham: Palgrave Macmillan 2018.
12. Fried, J. M. Firms Gone Dark. – The University of Chicago Law Review 2009/76.

13. Goshen, Z., Parchomovsky, G. The Essential Role of Securities Regulation. – Duke Law Journal 2006/55(4).
14. Gurley, J. G., Shaw, E. S. Financial Aspects of Economic Development. – American Economic Review 1955/45(4).
15. Haifan, H. Misrepresentation, Involuntary Delisting and Investor Protection: The Dilemma of Dislocated Regulation on Chinese Securities Market. SSRN Electronic Journal 2016. – https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3007037 (17.04.2019).
16. Harris, J. H., Panchapagesan, V., Werner, I. M. Off But Not Gone: A Study of Nasdaq Delistings. Dice Center WP 2008-06. – Fisher College of Business Working Paper Series 2008.
17. Harris, L. A. Missing in Activism: Retail Investor Absence in Corporate Elections. Research Paper No. 45. University of Memphis School of Law: Columbia Business Law Review 2010/1.
18. Kamara, A. Liquidity, Taxes, and Short-Term Treasury Yields. – Journal of Financial and Quantitative Analysis 2009/29(3).
19. Khort, J. Protection of investors in voluntary delisting on the U.S. stock market. Working Paper 2014:4. – Uppsala Faculty of Law 2014.
20. Kull, I., Käerdi, M., Kõve, V. Võlaõigus I. Üldosa. Tallinn: Juura 2004.
21. Longstaff, F. A. Optimal Portfolio Choice and the Valuation of Illiquid Securities. – The Review of Financial Studies 2001/14(2).
22. Macey, J., Haddock, D. D. Shirking at the SEC: The Failure of the National Market System. Faculty Scholarship Series. – University of Illinois Law Review 1985.
23. Macey, J., O'Hara, M., Pompilio, D. Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process. – Journal of Law and Economics 2008/51(4).
24. Martinez, I., Serve, S. Reasons for Delisting and Consequences: A Literature Review and Research Agenda. – Journal of Economic Surveys 2016/31(3).
25. Martinez, I., Serve, S. The Delisting Decision: The Case of Buyout Offer with Squeeze-Out (BOSO). – International Review of Law and Economics 2011/31(4).

26. Masoud, N. M. H. The Impact of Stock Market Performance upon Economic Growth. - International Journal of Economics and Financial Issues 2013/3(4).
27. Maume, P. The Parting of the Ways: Delisting Under German and UK Law. – European Business Organization Law Review 2015/16(2).
28. Plessis, J. J. d., Großfeld, B., Luttermann, C., Saenger, I., Sandrock, O., Casper, M. German Corporate Governance in International and European Context. Third Edition. Berlin: Springer 2017.
29. Romano, R. Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation. – Yale Law Journal 1998/107.
30. Romano, R. The Need for Competition in International Securities Regulation. – Theoretical Inquiries in Law 2001/2.
31. Rosenberry, S. L. Listing and Delisting Securities on the New York Stock Exchange. – Virginia Law Review 1959/45(6).
32. Saare, K., Volens, U., Vutt, A., Vutt, M. Ühinguõigus I. Kapitaliühingud. Tallinn: Juura 2015.
33. Sanger, G. C., Peterson, J. D. An Empirical Analysis of Common Stock Delistings. – The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1990/25(2).
34. Serrano, A. Two Essays on Regulation and Transparency. Graduate School. – Rutgers, The State University of New Jersey 2013. – <https://doi.org/doi:10.7282/T3GM859S> (17.04.2019).
35. Silber, W. L. Discounts on Restricted Stock: The Impact of Illiquidity on Stock Prices. – Financial Analysts Journal, 1991/47(4).
36. Zetzsche, D. Going Dark Under German Law – Towards an Efficient Regime for Regular Delisting. Heinrich-Heine-University Düsseldorf: Center for Business and Corporate Law Research Paper Series (CBC-RPS) 2013.
37. Thomale, C. Minderheitenschutz gegen Delisting – die MACROTRON-Rechtsprechung zwischen Eigentumsgewähr und richterlicher Rechtsfortbildung. Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht. – ZGR 2013/5.

38. Varul, P., Kull, I., Kõve, V., Käerdi, M. Võlaõigusseadus I. Üldosa (§§ 1-207). Komm vlj. Tallinn: Juura 2016.

Muu kirjandus

39. Adler, L. Fannie Mae, Freddie Mac to delist shares on NYSE. Reuters 16.06.2010. – <https://www.reuters.com/article/us-housing-fanniefreddie-delisting/fannie-mae-freddie-mac-to-delist-shares-on-nyse-idUSTRE65F3GR20100616> (30.03.2019).
40. ASX Operating Rules. Guidance Note 10. Maintenance of a Fair, Orderly and Transparent Market. ASX Compliance 2015. – https://www.asx.com.au/documents/rules/asx_or_guidance_note_10.pdf (16.04.2019).
41. Beller, A. L. the Application of Federal Securities Law Disclosure and Reporting Requirements to Fannie Mae, Freddie Mac and the Federal Home Loan Banks. Securities Exchange Commission 2005. – <https://www.sec.gov/news/testimony/ts042105alb.htm> (30.03.2019).
42. Blumfeldt, E. Neli tähelepanekut seoses OEG ülevõtmispakkumise kavatsusega. Triniti 20.03.2018. – https://triniti.ee/neli-tahelepanekut-seoses-oeg-ulevotmispakkumise-kavatsusega/?fbclid=IwAR2gSqMgMJPCg562SyjgMwDEiL91Y1JkrtLv_KqKEOSecU_ThbwhIEMdkF4 (14.04.2019).
43. Consultation Paper 203. Review of the listing regime. Financial Services Authority 2003. – <http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp203.pdf> (20.04.2019).
44. Consultation Paper. Proposed Amendments to Voluntary Delisting Regime. Singapore Exchange 09.11.2018. – <https://api2.sgx.com/sites/default/files/2018-11/Consultation%20Paper%20-%20Proposed%20Amendments%20to%20Voluntary%20Delisting%20Regime.pdf> (20.04.2019).
45. Deutsches Aktieninstitut statistika perioodil 2003 kuni 2010. - https://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/positionspapiere/2010-10-08%20Stellungnahme%20VB%203142-07.pdf (31.03.2019).
46. Distribution of reasons for delistings from the NASDAQ exchange between 1999 and 2013. Statista 2014. – <https://www.statista.com/statistics/294296/nasdaq-delistings-reasons/> (18.03.2019).

47. Ernst & Young LLP. Looking Behind the Declining Number of Public Companies. An analysis of trends in US capital markets. Securities Exchange Commission 2017. – <https://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/ey-an-analysis-of-trends-in-the-us-capital-markets.pdf> (20.04.2019).
48. Farris, T. “Going Dark” – The Simple Path to Exiting the U.S. Public Company Reporting System – Delisting and Deregistration under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 Update. – Dorsey § Whitney LLP 2013. – <https://www.dorsey.com/newsresources/publications/2013/01/going-dark--the-simple-path-to-exiting-the-us-pu> (02.04.2019)
49. Gabriel, A. Voluntary delisting offer: SGX Regco proposing shift of voting power to minorities. Business Times 10.11.2018. – <https://www.businesstimes.com.sg/companies-markets/voluntary-delisting-offer-sgx-regco-proposing-shift-of-voting-power-to-minorities> (06.04.2018).
50. Investigating and Prosecuting Market Manipulation. International Organization of Securities Commissions 2000. – <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD103.pdf> (17.04.2019).
51. Klepsch, O. Delisting: Stock Exchange Act – requirement to make compensation offer to shareholders. Federal Financial Supervisory Authority (BaFin) 29.01.2016. – https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2016/fa_bj_1601_delisting_en.html (31.03.2019).
52. Martinus, P., Nauheim, M., Schwarz, B. Back to Square One? German Constitutional Court Rewrites Delisting Rules. – Gibson & Dunn 2012. – <https://www.gibsondunn.com/back-to-square-one-german-constitutional-court-rewrites-delisting-rules/> (31.03.2019).
53. NASD Opposes SEC Approval of NYSE's Anti-Competitive Amendment to Rule 500. Financial Industry Regulatory Authority 22.06.1999. – <https://www.finra.org/newsroom/1999/nasd-opposes-sec-approval-nyses-anti-competitive-amendment-rule-500> (07.04.2019).
54. Nasdaq Baltic. Balti turu struktuur. – <https://nasdaqbaltic.com/et/teenused/kauplemine/balti-turu-struktuur/> (24.04.2019).

55. Nasdaq Baltic. Reguleeritud turg või First North?. – <https://nasdaqbaltic.com/et/teenused/noteerimine/reguleeritud-turg-voi-first-north/> (24.04.2019).
56. Nasdaq Tallinna börsi börsiteade. Nasdaq Tallinna börsi Noteerimis- ja Järelevalvekomisjoni otsus OEG aktsiate noteerimise lõpetamise kohta Balti Põhinimekirjas. – <https://cns.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=842809&messageId=1059887> (18.03.2019).
57. Nasdaq Tallinna börsi börsiteade. Vahekohtu otsus Olympic Entertainment Group AS-i suhtes. – <https://cns.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=862895&messageId=1085739> (18.03.2019).
58. Nasdaq Tallinna Börsi reglement. Järelevalve. Kehtiv alates 01.01.2010. – <https://www.nasdaqbaltic.com/files/tallinn/oigusaktid/alates18082008/Jarelevalve-01-01-2010-est-clean.pdf> (17.04.2019).
59. Nasdaq Tallinna Börsi reglement. Väärtpaberite noteerimisnõuded. Kehtiv alates 17.10.2017. – <https://www.nasdaqbaltic.com/files/baltic/NN-17-10-2017-est-clean1.pdf> (18.03.2019).
60. Nasdaq Tallinna börsi reglement. Üldosa. Kehtiv alates 06.10.2014. – <https://nasdaqbaltic.com/et/teenused/reegliid-ja-oigusaktid/nasdaq-tallinn/> (24.04.2019).
61. NASDAQ. U.S. Market Rules and Regulations. – http://nasdaq.cchwallstreet.com/NASDAQTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp_1_1_1_1&manual=%2Fnasdaq%2Fmain%2Fnasdaq-equityrules%2F (06.04.2019).
62. NYSE Company Manual. Section 8. Suspension and Delisting p 806.02. – http://wallstreet.cch.com/LCMTTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp_1_9_4&manual=%2Fflcm%2Fsections%2Fflcm-sections%2F (06.04.2019).
63. NYSE Rulemaking: To Amend Rule 500 Relating to Voluntary Delistings by Listed Companies. 34-39394/SR-NYSE-97-31. – Securities Exchange Commission 03.12.1997. – <https://www.sec.gov/rules/sro/9731not.htm> (08.04.2019).

64. Objectives and Principles of Securities Regulation. International Organization of Securities Commissions 2017. – <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf> (16.04.2019).
65. Olympic Entertainment Group AS üldkoosoleku protokoll ja otsused. Tallinn 28.05.2018. – http://www.olympic-casino.com/investorile/aktsionaride_korralised_uldkoosolekud (19.04.2019).
66. Order Granting the Application of Carmel Container Systems Ltd. to Withdraw its Ordinary Shares, NIS 1.0 par value per share, from Listing and Registration on the American Stock Exchange LLC File No. 1-09274. Securities and Exchange Commission 06.04.2005. – <https://www.sec.gov/rules/delist/1-09274-o.htm> (06.04.2019).
67. Securities Industry and Financial Markets Association. Fact Book. SIFMA 2018. - <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2017/08/US-Fact-Book-2018-SIFMA.pdf> (05.04.2019).
68. Seletuskiri väärtpaberituru seaduse ja sellega seonduvate seaduste muutmise seaduse eelnõu juurde (108 SE). – <https://www.riigikogu.ee/tegevus/eelnoud/eelnou/a1dba6ba-596e-499c-cbad-8c2835505f68/V%C3%A4%C3%A4rtpaberituru%20seaduse%20ja%20sellega%20seonduvate%20seaduste%20muutmise%20seadus> (13.04.2019).
69. Seletuskiri väärtpaberituru seaduse ja sellega seonduvate seaduste muutmise seaduse eelnõu juurde. <https://www.riigiteataja.ee/oigusuudised/eelvaadeSeadusUudis/331#2> (13.04.2019).
70. Seletuskiri väärtpaberituru seaduse muutmise ja sellega seonduvalt teiste seaduste muutmise seadus eelnõu juurde (507 SE). – <https://www.riigikogu.ee/tegevus/eelnoud/eelnou/0780bcbb-1cbe-4cc7-bf3a-20ffd1a730b4/V%C3%A4%C3%A4rtpaberituru%20seaduse%20ja%20sellega%20seonduvalt%20teiste%20seaduste%20muutmise%20seadus> (26.03.2019).
71. Shen, S., Sweeney, P. Shanghai exchange delists Zhuhai Boyuan for breaching information disclosure rules. Reuters 21.03.2016. – <https://www.reuters.com/article/us-china-stocks-delisting/china-delists-company-for-first-time-for-breaching-disclosure-rules-idUSKCN0WN1AX> (17.04.2019).

72. Singapore Exchange (SGX). Rulebooks. Mainboard Rules, 31.03.2017. – http://rulebook.sgx.com/en/display/display_main.html?rbid=3271&element_id=5345 (03.04.2019).
73. Skroupa, C. P. Retail Shareholders- They're Not Voting, And It's An Issue. Forbes 15.05.2018. – <https://www.forbes.com/sites/christopherskroupa/2018/05/16/retail-shareholders-theyre-not-voting-and-its-an-issue/> (05.04.2019).
74. Supervisory Framework for Markets. International Organization of Securities Commissions 1999. – <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD90.pdf> (16.04.2019).
75. Tan, A. SGX mulls new rule to protect minority shareholders in delistings. The Business Times 12.06.2018. – <https://www.sgsme.sg/news/sgx-mulls-new-rule-protect-minority-shareholders-delistings> (04.04.2019).
76. The World Bank. Listed domestic companies, total. – <https://data.worldbank.org/indicator/cm.mkt.ldom.no> (20.04.2019).
77. Thies, H., Martens, J. H. Significant Restrictions on Delisting. Friedrich Graf von Westphalen & Partner mbH 10.12.2015. – <https://www.fgvw.de/en/news/archive-2015/significant-restrictions-on-delisting> (31.03.2019).
78. World Bank. World Development Report. Financial Systems and Development. Oxford University Press 1989. – <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/5972/WDR%201989%20-%20English.pdf?sequence=1> (18.04.2019).

Kasutatud normatiivallikad

- Eesti

79. Elektroonilise side seadus – RT I, 22.05.2018, 3.
80. Konkurentsiseadus. – RT I, 13.03.2019, 92.
81. Rahandusministri 01.01.2011. a määrus nr 14 „Noteerimisnõuded“. – RT I, 09.11.2010, 29.
82. Rahandusministri 28.05.2002. a määrus nr 71 „Ülevõtmispakkumisreeglid“. – RTL 2002, 65, 990.
83. Töölepingu seadus. – RT I, 13.03.2019, 173.

84. Väärtpaberituru seadus. – RT I, 19.03.2019, 76.

85. Väärtpaberituru seaduse muutmise ja sellega seondult teiste seaduste muutmise seadus.
– RT I, 30.12.2017, 3.

86. Äriseadustik. – RT I, 28.02.2019, 10.

- ***Euroopa Liit***

87. Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2004/39/EÜ finantsinstrumentide turgude kohta.
– ELT L 145, 30.04.2004.

88. Euroopa Parlamendi ja Nõukogu direktiiv 2014/65/EL finantsturuinstrumentide turgude kohta. – ELT L 173/349, 12.06.2014.

- ***Saksamaa***

89. Saksamaa aktsiaseltsiseadus *Aktiengesetz* BGBI. I S. 1089 – BGBI. I S. 2446. –
<http://www.gesetze-im-internet.de/aktg/index.html> (01.04.2019).

90. Saksamaa börsiseadus *Börsengesetz* (BörsG) BGBI. I S. 1330, 1351 – BGBI. I S. 1693. –
https://www.gesetze-im-internet.de/b_rsg_2007/ (31.03.2019).

91. Saksamaa põhiseadus *Grundgesetz*. – Federal Law Gazette, 32.05.1949; 20.12.1993.

92. Saksamaa väärtpaberite omandamise ja ülevõtmise seadus *Wertpapiererwerbs – und
Übernahmegesetz* (WpÜG) BGBI. I S. 3822 – BGBI. I S. 1693. - https://www.gesetze-im-internet.de/wp_g/ (31.03.2019).

93. Listing Rules. Financial Conduct Authority 14.03.2019. -
<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR.pdf> (04.04.2019).

- ***Ameerika Ühendriigid***

94. General Rules and Regulations, Securities Exchange Act of 1934. Electronic Code of Federal Regulations. – <https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4.0.1.1.1&rgn=div5> (20.04.2019).

95. Securities Exchange Act of 1933. – <https://www.sec.gov/answers/about-lawsshtml.html#secact1933> (20.04.2019).

- ***Singapur***

96. Companies Act 1967. Singapore Statutes Online 31.10.2006. – <https://sso.agc.gov.sg/Act/CoA1967> (25.04.2019).

Kasutatud kohtupraktika

- Eesti

97. Harju Maakohtu 09.07.2010. a otsus 2-09-43011.
98. Nasdaq Tallinna Börsi vahekohtu 09.11.2018.a otsus vahekohtuasjas Olympic Entertainment Group AS hagi Nasdaq Tallinn Aktsiaseltsi vastu otsuse õigusvastasuse ja tühisuse tuvastamiseks ning aktsiate noteerimise lõpetamiseks (koopia autori valduses).
99. Tallinna Ringkonnakohtu 15.11.2010. a otsus 2-09-43011.
100. Tallinna Ringkonnakohtu 21.07.2016. a otsus 2-10-2551.

- Saksamaa

101. BGH. II ZR 174/80, 25.02.1982, BGHZ 83, 122.
102. BGH. II ZR 133/01, 25.11.2002, BGHZ 90, 408.
103. Oberlandesgericht München. 21.05.2008 - 31 Wx 62/07, ZIP 2008, 1137, 1140.
104. Bundesverfassungsgericht 11.07. 2012 - 1 BvR 3142/07, 1 BvR 1569/08, NJW 2012, 3081.
105. BGH. II ZB 26/12, 8.10.2013, BGHZ 90, 408.

- Ameerika Ühendriigid

106. Atlas Tack Corp. v New York Stock Exchange. United States Court of Appeals for the First Circuit. 03.06.1957, 246 F.2d 311 (1st Cir. 1957). – <https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/246/311/374325/> (06.04.2019).
107. Berger v. Scharf. Supreme Court New York County. 29.03.2006, 11 Misc 3d 1072(A). – <https://law.justia.com/cases/new-york/other-courts/2006/2006-50519.html> (20.04.2019).
108. Feiner Family Trust v. Xcelera.com, Inc. United States District Court Southern District of New York. 10.09.2017, 07 Civ. 1914 (RPP). – <https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/new-york/nysdce/1:2010cv03431/361977/30/> (20.04.2019).

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Mina, Ken Kaarel Gross

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose „**Aktsiate noteerimise lõpetamise ja sellest keeldumise alused ning väikeaktsionäride kaitsemeetmed**“ mille juhendajateks on LL.M. Gerd Laub ja *dr.iur.* Irene Kull
 - 1.1. reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;
 - 1.2. üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.
2. olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
3. kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Tartus, **30.04.2019.**